

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

**RISKIENHALLINNAN TASO VIIDESSÄ SUOMALAISESSA
PÖRSSIYHTIÖSSÄ JA RISKIENHALLINNAN ULKOISEN IN-
FORMAATION TARVE YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYK-
SESSÄ**

Vakuutustiede
Pro gradu –tutkielma
Maaliskuu 2016
Tekijä: Tiina Kaijalainen

Ohjaajat: Lasse Koskinen
& Aarno Ahteensivu

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Johtamiskorkeakoulu: Vakuutustiede
Tekijä:	KAIJALAINEN, TIINA
Tutkielman nimi:	Riskienhallinnan taso viidessä suomalaisessa pörssiyhtiöissä ja riskienhallinnan ulkoisen informaation tarve yrityksen arvonmäärittämisessä
Pro gradu –tutkielma:	95 sivua, 7 liitesivua
Aika:	Maaliskuu 2016
Avainsanat:	Riskienhallinta, riski, ISO 31000:2009, pörssiyhtiö, arvonmäärittäminen, riskienhallinnan maturiteettimalli

Organisaatioiden riskienhallinta on noussut viime vuosina entistä tarkempaan tarkasteluun. Finanssikriisi, talousskandaalit ja joidenkin yhtiöiden testaustulosten manipulointi ovat kyseenalaistaneet sisäisen tarkastuksen ja riskienhallinnan toimivuuden. Erilaiset toimijat ovat pyrkineet kehittämään riskienhallintaan yhteisen kielen ja tavan järjestää riskienhallinta organisaatioissa. Yksi näistä toimijoista on ISO (*International Organization for Standardization*). ISO on luonut kansainvälisen ISO 31000:2009 –standardin riskienhallintaan.

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää viiden suuren suomalaisen pörssiyhtiön ISO 31000:2009 –standardin mukaisen riskienhallinnan tasoa ja selvittää millaista vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa olevaa riskienhallinnan informaatioita varainhoitotalojen analyytikot tarvitsevat yrityksen arvonmäärittämisessä. Ensimmäisen tutkimusongelman avulla pyritään selvittämään millaisilla riskienhallinnan osa-alueilla kohdeyritykset ovat onnistuneet ja missä alueissa yhtiöillä olisi vielä parannettavaa. Toisen tutkimuskysymyksen avulla pyritään aluksi kartoittamaan, miten analyytikot ottavat huomioon yrityksen riskillisyyden arvonmäärittämisessä. Tämän jälkeen tarkastellaan vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa olevien riskienhallinnan osioiden laatua, vertailukelpoisuutta ja määrää. Lopuksi pyritään selvittämään riskienhallinnan informaation sisällön nykyistä tilannetta ja mahdollisia kehityskohteita.

Tutkimus on kvalitatiivinen case-tutkimus, jossa tutkimusmetodina käytettiin teemoittelua. Tutkimuskohteena on suurten suomalaisten teollisuudenalan pörssiyhtiöiden riskienhallinta. Tutkimuksen aineisto on koottu kymmenen puolistrukturoidun teemahaastattelun avulla. Kuusi haastattelua tehtiin viiden pörssiyhtiön riskienhallintajohtajien tai –päälliköiden kanssa. Neljä haastattelua toteutettiin kahden analyytikon, salkunhoitajan ja osaketutkimusjohtajan kanssa. Haastattelut suoritettiin joulukuun 2015 ja helmikuun 2016 aikana.

Tutkimusten tulosten mukaan riskienhallinnan taso vaihteli eri osa-alueiden ja yhtiöiden välillä selkeästi. Riskienhallinnan osa-alueet olivat kulttuuri, riskienhallinta ja yhtiön strategia, riskienhallinnan prosessi, riskien arviointi ja tunnistaminen, riskienkäsittely, raportointi ja riskienhallinnan kehittäminen. Parhaiten kohdeyritykset olivat onnistuneet riskienhallinnan prosessissa ja riskien arvioinnissa ja tunnistamisessa. Kohdeyritysten välillä oli eniten hajontaa riskienhallinnan kulttuurissa ja raportointikäytännöissä. Tutkimuksen tulosten mukaan analyytikot kokivat, että suomalaisten pörssiyhtiöiden riskienhallinnan informaatio vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa on luotettavaa, laadukasta ja vertailukelpoista. Tutkimuksessa kuitenkin selvisi, että kuvaukset yhtiöiden riskeistä koettiin usein ylimalkaisiksi ja näihin kuvauksiin toivottiin enemmän tarkempaa sisältöä. Analyytikot kokivat, että yhtiöt voisivat avata enemmän markkinoihin ja kilpailijoihin liittyviä riskejä sekä uhkien lisäksi myös mahdollisuuksia.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	1
1.1 Aihealueen esittely	1
1.2 Tutkimuksen tavoite, tutkimusongelmat ja keskeiset rajaukset	4
1.3 Tutkimuksen keskeiset käsitteet	6
1.4 Tutkimusmenetelmät	8
1.5 Kirjallisuuskatsaus ja tutkimuksen teoreettinen viitekehys	10
1.6 Tutkimusraportin jäsentely	13
2 RISKI JA RISKIENHALLINTA PÖRSSIYHTIÖISSÄ.....	14
2.1 Riski	14
2.2 Riskienhallinta	17
2.2.1 Riskienhallinnan vaiheet	18
2.2.1 Riskienhallintakeinot	19
2.3 Riskienhallinnan vaatimukset pörssiyhtiöissä	20
2.4 Enterprise Risk Management	22
2.5 Riskienhallinnan standardit	27
2.6 Riskienhallinnan maturiteettimalli	29
3 ISO 31000:2009 -STANDARDI.....	31
3.1 Periaatteet	32
3.2 Viitekehys	34
3.3 Prosessi	37
3.4 Standardiin kohdistuva kritiikki	41
4 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS.....	42
4.1 Taseperusteiset mallit	43
4.2 Tuloslaskelmaperusteiset mallit	44
4.3 Liikearvoon perustuvat mallit	45
4.4 Diskontattujen kassavirtojen mallit	46
4.4 Kvalitatiiviset tekijät arvonnäärityksessä	47
4.5 Arvonnääritystapojen arviointia	48
5 RISKIENHALLINNAN TASO JA RISKIENHALLINNAN RAPORTOINNIN TAR- VE YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSESSÄ.....	49
5.1 Kohdeyhtiöiden esittelyt	50
5.1.1 Yhtiö A	50
5.1.2 Yhtiö B	52
5.1.3 Yhtiö C	55
5.1.4 Yhtiö D	59
5.1.5 Yhtiö E	62
5.2 Sijoittajien esittelyt	65
5.3 Tutkimuksen toteutus	69
6 TUTKIMUSTULOKSET	71
6.1 Riskienhallinnan tason analysointi	71
6.1.1 Riskienhallinnan kulttuuri	71
6.1.2 Yhtiön strategia ja riskienhallinta	72
6.1.3 Riskienhallinnan prosessi	73
6.1.4 Riskien arviointi ja tunnistaminen	74
6.1.5 Riskienkäsittely	75
6.1.4 Raportointi	76
6.1.5 Riskienhallinnan kehittäminen	78
6.2 Riskienhallinnan ulkoisen informaation analysointi	79
6.2.1 Riskienhallinnan ulkoisen informaation osuus arvonnäärityksessä	79

6.2.2 Riskienhallinnan ulkoisen informaation muotoseikat.....	81
6.2.3 Riskienhallinnan ulkoisen informaation sisällölliset tekijät.....	83
7 JOHTOPÄÄTÖKSET	86
7.1 Tutkimusongelmiin vastaaminen	86
7.2 Tutkielman arviointi ja jatkotutkimusehdotukset.....	93
7.3 Lopuksi.....	95
LÄHDELUETTELO.....	96
LIITE 1 Risk Maturity Model attribuutit Hillsonin (1997, 39) mukaan.....	103
LIITE 2 ISO 31000:2009 –standardin kriteerit riskienhallinnan tason selvittämisessä .	104
LIITE 3 Haastattelukysymykset pörssiyhtiöille	105
LIITE 4 Haastattelukysymykset sijoittajille	108

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

KUVIOT

KUVIO 1	Teema-alueet tutkimuskokonaisuudessa Hirsjärveä ja Hurmetta (2001, 67) mukaillen	10
KUVIO 2	Tutkimuksen teoreettinen viitekehys.....	12
KUVIO 3	Riski ja absoluuttinen tuotto Lamia (2014, 5) mukaillen	15
KUVIO 4	RIMS maturiteettimalli.....	30
KUVIO 5	ERM maturiteettimalli Lamia (2014, 374) mukaillen	31
KUVIO 6	ISO 31000:2009 riskienhallinnan viitekehys	35
KUVIO 7	ISO 31000:2009 riskienhallinnan prosessi	37
KUVIO 8	Vuosikertomuksen osa-alueet (Rimpelä 2016).....	80
KUVIO 9	Vuosikertomuksen osa-alueet (Riutta 2016)	80
KUVIO 10	Vuosikertomuksen osa-alueet (Heikkilä 2016)	80
KUVIO 11	Vuosikertomuksen osa-alueet (Parkkinen 2016).....	80

TAULUKOT

TAULUKKO 1	Riskienhallinnan kulttuuri.....	71
TAULUKKO 2	Strategia ja riskienhallinta.....	72
TAULUKKO 3	Riskienhallinnan prosessi.....	73
TAULUKKO 4	Riskien arviointi ja tunnistaminen	74
TAULUKKO 5	Riskien käsittely	75
TAULUKKO 6	Raportointi	76
TAULUKKO 7	Riskienhallinnan kehittäminen.....	78
TAULUKKO 8	Muotoseikat vuosikertomuksissa ja osavuosikatsauksissa	82
TAULUKKO 9	Riskienhallinnan informaation sisällöllisiä tekijöitä.....	83-84

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely

Vuonna 2015 saksalainen autovalmistaja Volkswagen jäi kiinni diesel-autojen päästöohjelmoinnin manipuloinnista. Yhtiö ohjelmoi testauksessa olevien autojen päästöjä näyttämään pienemmiltä kuin markkinoilla olevien autojensa päästöt. Tämän seurauksena yhtiön pörssikurssi sukelsi 40 % ja yhtiötä kohtaan nostettiin yli 30 kansallista syytettä. Yksi maailman suurimmista yhtiöistä oli epäonnistunut riskienhallinnassaan. (Minsky 2015) Luottoluokittaja Standard & Poor's otti myös kantaa Volkswagenin yhtiön johdon, hallinnoinnin ja riskienhallinnan toimintaan. Luokittajan mukaan Volkswagen osoitti toiminnallaan huomattavia heikkouksia yhtiön riskienhallinnan kehikossa. Standard & Poor's laski yhtiön johdon ja hallinnoinnin tasoa kohtuullisesta tyydyttävään. (Forbes 2016) Vaikka yhtiö ilmoittaisi harjoittavansa kokonaisvaltaista riskienhallintaa (*Enterprise Risk Management*), se ei aina takaa, että riskienhallinta on hyvin järjestetty yhtiössä.

Pörssiyhtiöt hyödyntävät nykypäivänä entistä enemmän kokonaisvaltaista riskienhallintaa toiminnassaan. Yhtiöt eivät ainoastaan implementoi toimintaansa ERM:ia säännösten ja lakien vaatimusten vuoksi, vaan yhä useampi yhtiö kokee, että kokonaisvaltaisen riskienhallinnan avulla pystytään parantamaan yhtiön taloudellista asemaa (Pagach & Warr 2011, 185). Riskienhallinnan standardien myötä kuten COSO-ERM ja ISO 31000:2009, kokonaisvaltaisen riskienhallinnan merkitys on noussut vahvemmin esille. Kansainvälisen konsulttiyhtiö EY:n (2013) mukaan viime vuosien suuret talouskriisit ja kirjanpitoskandaalit ovat saaneet yritykset pohtimaan omaa riskienhallintaansa. Yritykset ovat alkaneet investoimaan teknologiaan, prosesseihin ja ihmisiin, jotta ne pystyisivät mitigoimaan ja valvomaan paremmin liiketoimintaan liittyviä riskejä. Usein nämä investoinnit ovat kuitenkin jääneet vähemmälle strategisten liiketoimintariskien osalta. Yhtiöiden johtajat eivät välttämättä ole mieltäneet riskienhallintaa strategisena osana yhtiötä. (EY, 2013) Chartered Global Management Accountant (CGMA) on tutkinut kokonaisvaltaista riskienhallintaa pienissä ja suurissa yrityksissä ympäri maailmaa. Tutkimukseen osallistui vuonna 2015 yli 1300 yritystä. Tutkimuksen mukaan 35 % tai vähemmän yhtiöistä koki, että kokonaisvaltainen riskienhallinta on implementoitu hyvin omaan yhtiöön. (CGMA, 2015)

Yksi riskienhallinnan uusimmista standardeista on International Organization for Standardization kehittämä ISO 31000:2009 –standardi. Kyseinen standardi esittää periaatteet, viitekehyksen ja ohjeistukset riskien hallitsemiseksi. ISO 31000:2009 avulla yhtiöt voivat parantaa tavoitteiden saavuttamista, lisätä mahdollisuuksien tunnistamista ja kohdistaa tehokkaasti resursseja riskien hallitsemiseen. (International Organization for Standardization 2016) Kyseinen standardi soveltuu käytettäväksi missä tahansa toimintaympäristössä ja sen on tarkoitus antaa yleisluontoinen toimintamalli kaikille organisaatioille. Vaikka kyseessä on kansainvälinen standardi, sitä ei ole tarkoitettu sertifioitavaksi organisaatioissa. (ISO 31000:2009 2011, 6-12). Suomalaisista pörssiyhtiöistä sitä ilmoittaa hyödyntävänsä muun muassa Kemira Oyj. Yhtiö kertoo, että sen riskienhallinnan periaatteet ovat yhdenmukaisia ISO 31000:2009 –standardin kanssa. (Kemira 2016) Myös esimerkiksi Kesko Oyj käyttää ISO 31000:2009 –standardia riskienhallintapolitiikkansa pohjalla (Kesko 2016).

Riskienhallinnan tason selvittämiseen on kehitetty useita maturiteettimalleja. Ensimmäiset mallit riskienhallinnan tason mittaamiseen luotiin jo 1990-luvulla, mutta viime vuosien aikana niitä on entisestään kehitetty vastaamaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan vaatimuksia. Kansainvälinen vakuutusmeklariyrittäjä Aon on kehittänyt riskienhallinnan maturiteetin mittaamiseen kymmenen teemaisen mittariston. Mittaristossa selvitetään muun muassa yhtiön johdon ymmärrystä ja sitoutumista riskienhallintaan, millaista on riskikommunikointi ja kuinka riskienhallinta on saatu implementoitua yhtiön prosesseihin. Jokainen osa-alue saa tietyn tason riippuen yhtiöstä. (www.aon.com 2016a) The Risk Management Society on kehittänyt myös oman mallinsa maturiteetin selvittämiseen. Kyseisessä mallissa teemoina ovat muun muassa ERM-prosessin johtaminen, ERM-perusteiset prosessit ja riskinottohalukkuuden johtaminen. RIMS:in mallissa on seitsemän pääteemaa, joiden avulla maturiteettia selvitetään. (Risk Management Society 2015) Eri maturiteettimallin teemat saattavat hieman vaihdella, mutta pääpiirteissään niistä tulee esille ERM-kulttuuri, ERM-prosessi, riskien arviointi ja tunnistaminen, riskienhallinnan implementointi, viestintä ja raportointi sekä riskienhallinnan arvon tuottaminen yhtiölle.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden riskienhallintaa ohjaa arvopaperimarkkinalaki, kirjalaki, listayhtiöiden hallinnointikoodi ja muut viranomaisvaatimukset. Suomessa toimiva Helsingin pörssi on perustettu vuonna 1912. Pörssissä on käytössä kaksi listaa NASDAQ OMX Helsinki ja First North Helsinki, joissa yhtiöitä noteerataan. NASDAQ OMX Helsingin yhtiöt jaotellaan toimialan ja markkina-arvon mukaan. (www.porssisaatio.fi 2015a) Markkina-arvon mu-

kainen jaottelu tapahtuu arvoltaan pieniin, keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin. Toimialojen jaot perustuvat ICB- luokitusstandardiin, jossa erilaisia toimialaluokkia on kymmenen erilaista. Näitä toimialaluokkia ovat öljy ja kaasu, perusteollisuus, teollisuustuotteet ja –palvelut, kulutustavarat, terveydenhuolto, kulutuspalvelut, tietoliikennepalvelut, yleishyödylliset palvelut, rahoitus ja teknologia. Eniten yhtiöitä vuonna 2015 kuului teollisuustuotteet ja –palvelut toimialaan. (www.porssisaatio.fi 2015b) Helsingin pörssissä toimii vuonna 2015 149 yhtiötä (www.euroclear.com 2015).

Pörssiyhtiöt ilmoittavat verkkosivuillaan yhtiötä seuraavat analyytikot. Esimerkiksi lastin- ja kuormausratkaisujen toteuttaja Cargotec Oyj kertoo internetsivuillaan yhtiötä seuraavat analyytikot eri yrityksistä. Näitä yrityksiä ovat muun muassa pankit ja muut varainhoitotalot, kuten Nordea, Danske Markets, Evli, HSBC ja SEB. (Cargotec Oyj 2016) Analyytikoiden tehtävänä on arvioida kohdeyritystensä arvoa. Knüpferin ja Puttosen (2012, 26) mukaan rahoitusammattilaisen tulee olla moniosaaja, joka osaa kansantaloustiedettä, menetelmätieteitä, laskentatoimea ja hallintoa sekä johtamista ja organisointia. Tilinpäätösanalyysi on erityisen tärkeä analyytikoille ja vuosikertomusta voidaan pitää yrityksen ulkoisen raportoinnin tärkeimpänä muotona. (Knüpfer & Puttonen, 2012, 27) Pörssiyhtiöiden on viestittävä osavuosikatsauksissa ja tilinpäätöksessä yhtiön merkittävimmistä epävarmuustekijöistä sekä riskienhallinnan järjestämisestä (Kirjanpitolaki 30.12.2004/1304).

Tutkimuksella on uutuusarvoa, sillä suomalaisten suurten pörssiyhtiöiden riskienhallinnan tasoa ja riskienhallinnan tuottaman informaation merkitystä analyytikoille ei ole aiemmin tutkittu case-tutkimuksena. Kuten aiemmin Volkswagenin esimerkissä pyrittiin osoittamaan, riskienhallintaa voi harjoittaa eri tasoisesti ja tämä on tutkimuksen arvoista. Lisäksi varainhoitotalojen analyytikot tarvitsevat yrityksen arvonmäärittämisensä tueksi kohdeyrityksen tuottamaa informaatiota ja riskienhallinta on yksi osa-alue tästä tiedosta. Suomalaiset pörssiyhtiöt ovat viime vuosina alkaneet kehittää entistä enemmän koko yhtiön kattavaa riskienhallintaa ja tätä pyritään tuomaan esille myös sidosryhmille kuten analyytikoille. Osa yhtiöistä kuitenkin julkaisee edelleen vain minimimääräysten mukaiset tiedot merkittävimmistä epävarmuustekijöistä ja riskienhallinnan järjestämisestä. Toiset pörssiyhtiöt pyrkivät viestimään lisäksi tarkemmin esimerkiksi riskienhallinnan vuosikellosta ja uhista sekä mahdollisuuksista. Aihealueen tutkiminen on perusteltua muun muassa näiden syiden pohjalta.

1.2 Tutkimuksen tavoite, tutkimusongelmat ja keskeiset rajaukset

Tutkimuksella on kaksi selkeää tavoitetta. Ensimmäisenä tavoitteena on selvittää viiden suuren suomalaisen pörssiyhtiön kokonaisvaltaisen riskienhallinnan taso ISO 31000:2009 viitekehyksessä. Tarkoituksena on kuvata, analysoida ja ymmärtää kuinka hyvin kokonaisvaltaisen riskienhallinta on saatu implementoitua yhtiöihin. Tutkimuksen avulla pyritään saamaan selville, missä osa-alueissa yhtiöillä on vielä parannettavaa ja mitkä asiat ovat jo hyvin hoidettu. Toisena tavoitteena tutkimuksessa on selvittää pörssiyhtiöiden tuottaman riskienhallinnan informaation tarvetta yrityksen arvonmäärityksessä analyytikoiden näkökulmasta. Tarkoituksena on ymmärtää, millaista riskienhallinnan informaatiota analyytikot tarvitsevat arvioidessaan yrityksen arvoa ja miten analyytikot kokevat tämänhetkisen tilanteen suomalaisten pörssiyhtiöiden riskienhallinnan informaation osalta. Tutkimuksen tavoitteet pyritään saavuttamaan vastaamalla seuraaviin kysymyksiin:

1. Millä tasolla suurten suomalaisten pörssiyhtiöiden kokonaisvaltaisen riskienhallinnan taso on ISO 31000:2009 viitekehyksessä?
2. Millaista riskienhallinnan informaatiota analyytikot tarvitsevat arvioidessaan pörssiyhtiön arvoa?

Ensimmäisen tutkimusongelman tavoitteena on eritellä ja analysoida seitsemän teeman mukaisesti, miten riskienhallinta on yhtiöissä järjestetty. Näitä teemoja ovat riskienhallinnan kulttuuri, riskienhallinta ja strategia, riskienhallinnan prosessi, riskien arviointi ja tunnistaminen, riskien käsittely, riskiraportointi ja riskienhallinnan kehittäminen. Alatutkimuskysymyksenä on, mitä asioita yhtiöissä pitäisi vielä parantaa ja mitkä asiat on saatu hoidettua hyvin. Toisen tutkimusongelman tarkoituksena on kartoittaa minkälaista informaatiota riskeistä, niiden vaikutuksista ja hallintakeinoista varainhoitotalojen analyytikot tarvitsevat analysoidessaan yrityksen arvoa. Tavoitteena on kuvata ja analysoida, merkittävimpiä aihealueita, joista on analyytikoille hyötyä ja mikä informaatio on vähemmän validia.

Tutkimuksen kohteena on viiden suuren suomalaisen pörssiyhtiön riskienhallinta. Pörssiyhtiöt ovat teollisuuden ja palveluiden sekä perusteollisuuden toimialoilta. Kohdeyrityksistä kaksi ei halunnut nimeään julkiseksi, joten kaikki yhtiöt esitetään kirjankoodilla A-E tutkimuksen empiriaosuudessa. Yhtiöt on valittu sillä perusteella, että ne ilmoittavat hyödyntävänsä ISO 31000:2009 riskienhallinnan standardia toiminnassaan. Kaikki yhtiöt ovat lisäksi suuria glo-

baaleja toimijoita, joilla on useita liiketoimintoja eri maissa. Yhtiöt kuuluvat lisäksi Suomen riskienhallinta yhdistykseen (SRHY).

Toisen tutkimuskysymyksen osalta tutkimuksessa keskitytään yhtiöiden tuottamaan ulkoiseen riskienhallinnan raportointiin. Ulkoinen raportointi käsittää yhtiöiden osavuositarkastukset, vuosikertomuksen ja internetsivut. Tarkastelusta on jätetty ulkopuolelle pörssin poikkeustiedotteet ja internetsivut. Tutkimuksessa tarkastellaan vain riskeihin, niiden vaikutuksiin ja hallintakeinoihin sekä riskienhallintajärjestelmiin liittyviä osioita. Huomioimatta jätetään muu osavuosi- ja tilinpäätösinformaatio. Haastateltaviksi on valittu suomessa toimivien varainhoitotalojen kaksi analyyttikkoa, salkunhoitaja ja osaketutkimusjohtaja. Kyseiset henkilöt analysoivat tällä hetkellä teollisuuden ja palveluiden pörssiyhtiöitä, mutta heillä on myös kokemusta muistakin toimialoista.

Tutkimuksessa ISO 31000:2009 riskienhallinnan tason selvittämiseen on valittu teemoiksi kulttuuri, riskienhallinta ja strategia, riskienhallinnan prosessi, riskien arviointi ja tunnistaminen, riskien käsittely, riskiraportointi ja riskienhallinnan kehittäminen. Näistä teemoista on ensin keskusteltu riskienhallinnan konsultin kanssa kahdessa tapaamisessa lokakuussa 2015 ja varmistettu, että kyseiset teemat ovat käytössä myös konsulttiyhtiöissä, kun he määrittelevät yhtiöiden riskienhallintaa. Teemojen alle on valittu ISO 31000:2009 –standardista aina viisi kohtaa, jotka kohdeyhtiöiden tulee täyttää saavuttaakseen kypsän tason kyseisellä riskienhallinnan osa-alueella. Tarkoituksena tässä tutkimuksessa ei ole selvittää kaikkia ISO 31000:2009 –standardin kohtia, vaan on pyritty löytämään olennaisimmat osa-alueet, mihin yritysten tämän hetkistä tilannetta verrataan. Tutkimuksen ulkopuolelle on jätetty esimerkiksi ISO 31000:2009 –standardissa olevat riskienhallinnan periaatteet.

Syy, miksi tutkimuksessa keskitytään juuri suurten suomalaisten pörssiyhtiöiden riskienhallintaan on se, että näissä yhtiöissä on usein resursseja kokonaisvaltaisen riskienhallinnan järjestämiselle verrattuna esimerkiksi pieniin noteeraamattomiin yhtiöihin. Lisäksi yhtiöiden erisidosryhmät kuten sijoittajat vaativat yhtiöiden riskienhallinnalta enemmän kuin noteeraamattomien yhtiöiden riskienhallinnalta. Tutkimuksesta on näin ollen rajattu pois pienet ja keskisuuret pörssiyhtiöt, koska tapaustutkimuksen ja haastattelujen keinoin myös niiden riskienhallinnan tason selvittäminen olisi vaatinut huomattavasti enemmän aikaa ja tutkimista. Tutkimuksesta on myös rajattu pois muilla toimialoilla toimivat yhtiöt kuin perusteollisuuden ja

teollisuuden sekä palveluiden toimialoilta. Kohdeyhtiöt halutaan pitää mahdollisimman samankaltaisina, jotta tutkimuksen lopputulokset olisivat vertailukelpoisia keskenään.

1.3 Keskeiset käsitteet

Riski. Riski on epävarmuuden vaikutusta tavoitteisiin (ISO/Guide 73:2009 Risk Management – Vocabulary 2016) Riski on jonkin asian uhka tai mahdollisuus. Varsinkin liiketoiminnassa riskillä nähdään olevan positiivinen ja negatiivinen puoli. (Walker 2013, 1-2) Segal (2011) määrittelee riskille kolme fundamenttia. Nämä tekijät ovat: riski on epävarmuutta, riski sisältää positiivisen ja negatiivisen volatilitietin sekä riski on poikkeama odotuksesta.

Riskienhallinta. Kyseessä on koordinoitua toimintaa, jolla yhtiötä johdetaan ja ohjataan riskien osalta (ISO/Guide 73:2009 Risk Management – Vocabulary 2016). Riskienhallinta on yksi tärkeistä keinoista hallita uhkia ja mahdollisuuksia, jotka kohtaavat organisaatiota (Louisot, Ketcham, 2014, 9). Damodaran (2008, 9) määrittelee riskienhallinnan olevan riskeiltä suojautumista, mutta samanaikaisesti myös strategista riskien ottamista.

Riskienhallinnan puitteet (riskienhallinnan viitekehys). Puitteet muodostavat yhtiön riskienhallinnan suunnittelun, toteutuksen, seurannan, katselmoinnin ja jatkuvan kehittämisen perustan sekä organisoinnin (ISO 73:2009 Risk Management – Vocabulary 2016). Gjerdrumin ja Peterin (2011, 9) mukaan riskienhallinnan puitteet integroivat riskienhallinnan koko organisaatioon.

Pörssi. Kyseessä on puolueeton ja riippumaton markkinapaikka. Pörssin tehtävänä on ylläpitää avointa informatiivista, tasapuolista ja likvidiä markkinapaikkaa. Pörssikaupankäynnissä tarkoituksena on, että arvopaperin hinta määräytyy tehokkailla ja toimivilla markkinoilla niin, että jokaisella markkinaosapuolella on mahdollisuus saada samanaikaisesti riittävästi tietoa hinnan muodostukseen. (Pörssin säännöt 1.3.2016)

Pörssiyhtiö. Kyseessä on yhtiö, jolla tarkoitetaan osakeyhtiölain mukaan julkista osakeyhtiötä, eurooppayhtiölaissa tarkoitettua yhtiötä tai osakeyhtiöön rinnastettavaa ulkomaista yhtiötä, joiden liikkeeseen lasketut osakkeet ovat pörssissä kaupankäynnin kohteena. (Pörssin säännöt 1.3.2016)

Enterprise Risk Management (ERM). Kyseessä on kokonaisvaltainen lähestyminen riskienhallintaan. Enterprise Risk Managementin avulla riskienhallinta ulotetaan kaikkiin yhtiön toimintoihin ja politiikkoihin aina työntekijöistä hallitukseen asti. (Lam 2014, 53) Hamptonin (2009, 18) mukaan kokonaisvaltainen riskienhallinta on prosessi, mikä tunnistaa organisaatioon liittyviä suurimpia riskejä ja ennustaa niiden merkittävyyden liiketoiminnan prosesseissa. Lisäksi kokonaisvaltainen riskienhallinta asettaa riskeille systemaattiset ja koordinoituneet hallintatoimenpiteet, jalkauttaa nämä toimenpiteet sekä varmistaa, että avainyksilöt ovat vastuussa ja hallitsevat kriittisiä riskejä osana vastuitaan. (Hampton 2009, 18)

ISO 31000:2009. Kansainvälinen riskienhallinnan standardi, joka julkaistiin marraskuussa 2009. Standardi on kehitetty käytettäväksi ympäri maailmaa erilaisissa organisaatioissa riippumatta organisaation koosta, tyypistä tai monimutkaisuudesta. Standardi sisältää riskienhallinnan sanaston, periaatteet, viitekehyksen ja prosessin. Standardin tarkoituksena on yhdistää organisaation merkittävimmät riskit ja riskienhallinnan prosessi organisaation strategiaan tavoitteisiin. (Gjerdrum & Peter 2011, 8-9) Vaikka kyseessä on kansainvälinen standardi, sitä ei ole tarkoitettu sertifioitavaksi organisaatioissa. Standardin on tarkoitus antaa yleisluontoisia ohjeita. (ISO 31000:2009, 2011, 12)

Riskienhallinnan maturiteettimalli. Maturiteettimalli toimii apukeinona selvittäessä, kuinka pitkälle liiketoiminnan riskienhallinnan prosessia on viety ja kuinka luotettavasti sekä vaikuttavasti uhkia ja mahdollisuuksia on tunnistettu, arvioitu ja hallittu (Chapman 2011, 573). Malli tarjoaa apua organisaatiolle riskienhallinnan kehittämiseen ja parantamiseen. Malleissa voi olla eri tasoja, mutta esimerkiksi Hillsonin (1997) maturiteettimallissa tasoja on neljä: "naïve, novice, normalized & natural". Organisaatiossa voidaan tarkastella eri osa-alueita ja Hillsonin (1997) mallissa tarkastelussa on kulttuuri, prosessi, kokemus ja soveltaminen. (ks. Chapman, 2011, 573-574)

Yrityksen arvonmääritys. Arvonmäärityksessä on tavoitteena selvittää yrityksen arvo yrityksen taloudellisen tilan perusteella. Arvonmääräytymiseen vaikuttaa yrityksen tämän hetkinen tilanne, mutta erityisesti myös tulevaisuuden odotukset. (Kallunki & Niemelä 2004, 11) Arvonmäärityksessä huomioon on otettava myös tulosten saavuttamiseen liittyvä riski (Blomquist ym. 2001, 107-108). Arvonmääritykselle on tyypillistä subjektiivisuus. Arvon määrittämisessä tulee tehdä paljon oletuksia, jotka ovat aikaan ja saatavissa olevaan informaatioon sidottuja. (Knüpfer & Puttonen 2012, 233)

1.4 Tutkimusmenetelmät

Tämä Pro gradu –tutkielma on luonteeltaan laadullinen, eli kvalitatiivinen. Kvalitatiivisessa tutkimusotteessa todellisuus on subjektiivinen ja moninainen niin kuin tutkittavat sen kokevat (Hirsjärvi & Hurme 2001, 22). Lähtökohtana kvalitatiivisessa tutkimuksessa on siis todellisen elämän kuvaaminen. Tutkimuksessa on kuitenkin huomioitava, että todellisuutta ei ole mahdollista pilkkoa mielivaltaisesti osiin. Useat tapahtumat vaikuttavat toisiinsa ja on mahdollista löytää monia erilaisia suhteita. Kvalitatiivisen tutkimuksen tarkoituksena on tutkia kohdetta mahdollisimman kokonaisvaltaisesti. Laadullisen tutkimuksen keskeisiä piirteitä on muun muassa se, että tutkimuksessa suositaan ihmisiä tiedonkeruun instrumentteina. Kohdejoukko valitaan tyypillisesti tarkoituksenmukaisesti ja tutkimuksessa käsitellään tapauksia ainutlaatuisina. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2010, 161-164)

Creswellin (1994) mukaan (ks. Hirsjärvi & Hurme 2001, 25) kvalitatiivisessa tutkimuksessa käytetään usein induktiivista päättelyä. Induktiivisessa päättelyssä tutkijan tarkoituksena on edetä yksityisestä yleiseen. Päättelyssä ollaan kiinnostuneita samaan aikaan useasta tekijästä, jotka vaikuttavat lopputulokseen. Tutkimuksen kuluessa tutkimuksen asetelma muuttuu ja luokat muotoutuvat tutkimuksen edetessä. (Creswell 1994, Hirsjärven & Hurmeen 2001, 25 mukaan) Induktion vastakohtaisena päättelymallina on nähty abduktio. Grönforsin (1982, 33) mukaan abduktiivinen päättely lähtee siitä, että uudet tieteelliset löydöt ovat mahdollisia ainoastaan silloin, kun havaintojen tekemiseen liittyy jonkinlainen johtojatous. Tässä pro gradu –tutkimuksessa hyödynnetään induktiivista analyysia. Grönforsin (1982, 31) mukaan induktiossa yksi tärkein piirre on löytää yleinen malli tai piirre, joka liittyy tehokkaasti empiirisen aineiston eri osat toisiinsa tai edustaa hyvin aineiston avainpiirteitä.

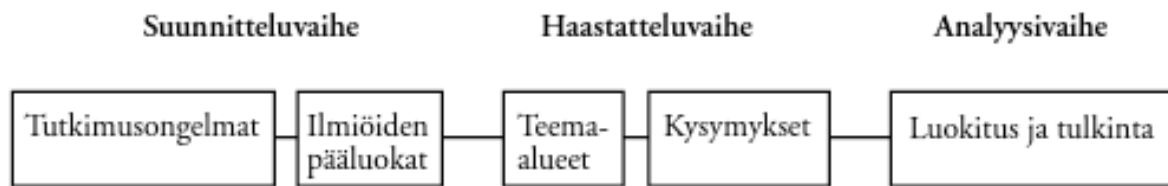
Tutkimusotteella tarkoitetaan erilaisia tapoja tehdä tieteellistä tutkimusta. Kasanen, Lukka ja Siitonen (1991, 317) jakavat tutkimusotteet viiteen erilaiseen ryhmään. Nämä ovat käsitteanalyttinen tutkimusote, päätöksentekometodologinen tutkimusote, nomoteettinen tutkimusote, toiminta-analyttinen tutkimusote ja konstruktiiivinen tutkimusote. Tässä tutkimuksessa tieteenäkemyksenä käytetään toiminta-analyttista tutkimusotetta. Toiminta-analyttisessa tutkimusotteessa on tyypillistä, että tutkimuksen välittömällä ja käytännöllisellä empiirisellä kytkennällä on tärkeä rooli (Kasanen ym. 1991, 317). Toiminta-analyttisen tutkimusotteella pyritään erittelemään tutkittavia asioita tai ilmiöitä, mutta myös ymmärtämään ja tulkitsemaan niitä. Tutkimuksen aineisto on usein laaja ja laadullinen. Kyseinen tutkimus-

ote sopii hyvin ihmistieteisiin ja case-tutkimuksiin. Sen tarkoituksena on ymmärtää ainutlaatuisia prosesseja ja käsitteellisiä viitekehyksiä. (Kihn & Näsi 2010, 64-65)

Tutkimuksen tiedonhankinnan strategiana käytetään tapaus- eli case-tutkimusta. Tapaustutkimus voidaan nähdä olevan empiirinen tutkimus, jossa tutkimuksen kohteena voi olla yksilö, ryhmä, organisaatio tai jokin ilmiö. Tapaustutkimukset voidaan jakaa neljään osaan. Nämä osat ovat holistinen yksittäistapaus (*holistic single-case design*), sulautettu yksittäistapaus (*embedded single-case design*), holistinen monitapaus (*holistic multiple-case design*) ja sulautettu monitapaus (*embedded multiple-case design*). (Yin 2002, 1-40) Tämä tutkimus noudattelee sulautettua yksittäistapaustutkimusta. Sulautettu yksittäistapaustutkimus pitää tapauksen sisällä useamman alayksikön (*subunits*), joita analysoidaan. Alayksiköt voivat lisätä huomattavasti mahdollisuuksia laajamittaiseen analyysiin ja parantaa yhden case-tapauksen tutkimista (Yin 2002, 40-46). Tässä tutkimuksessa tapauksena on pörssiyritysten riskienhallinta, jota selvitetään kohdeyritysten ja analyytikkojen avulla. Kohdeyritykset ja analyytikot toimivat tapaukseen sulatettuina alayksikköinä.

Tutkimusmetodina tässä pro gradu –tutkimuksessa on teemahaastattelu, jota voidaan kutsua myös puolistrukturoiduksi haastattelumenetelmäksi. Hirsjärven ja Hurmeen (2001, 47) mukaan teemahaastattelu pohjautuu Mertonin, Fiskin ja Kendallin 1957 vuonna julkaisemaan kirjaan *The Focused Interview*. Teemahaastattelu on lomake- ja avoimen haastattelun välimuoto. Teemahaastattelussa on mahdollista muuttaa kysymysten tarkkaa muotoa ja järjestystä haastattelun aikana. Haastattelun aihepiirien eli teemojen tulee kuitenkin olla tiedossa ennen varsinaista haastattelua. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2010, 208) Grönforsin (1982, 106) mukaan teemahaastattelu eroaa esimerkiksi kyselylomakehaastattelusta sillä tavoin, että haastateltavan annetaan puhua asiasta vapaasti ja tutkijan tehtävänä on pitää huolta, että häntä kiinnostavat teema-alueet tulevat kartoitetuiksi.

Hirsjärven ja Hurmeen (2001, 67) mukaan teema-alueiden paikka tutkimuskokonaisuudessa voidaan osoittaa seuraavalla sivulla olevan kuvion avulla. Tutkimuskokonaisuus voidaan jakaa suunnittelu-, haastattelu- ja analyysivaiheeseen. Teema-alueet löytyvät haastatteluvaiheen alta ja näiden teemojen avulla haastattelija voi jatkaa syventävää keskustelua niin pitkälle kuin tarve vaatii. (Hirsjärvi & Hurme 2001, 67)



KUVIO 1 Teema-alueet tutkimuskokonaisuudessa Hirsjärveä ja Hurmetta (2001, 67) mukailen

Tässä Pro gradu –tutkimuksessa on pyritty etenemään yllä esitetyn kuvion 1 mukaisesti suunnitteluvaiheesta haastatteluvaiheeseen ja lopuksi analysointiin. Haastatteluja varten on koottu erialaiset teema-alueet, joihin pyritään haastattelujen avulla saamaan mahdollisimman paljon sisältöä. Tutkimuksen liitteissä 3 ja 4 on esitetty pörssiyhtiöitä ja sijoittajia varten muodostetut teema-alueet. Puolistrukturoitu menetelmä mahdollistaa sen, että haastatteluissa on mahdollista esittää täydentäviä kysymyksiä, jotta vastauksista saadaan mahdollisimman vertailukelpoisia. Haastattelujen aikana saatettiin kysyä vielä erillisiä täydentäviä kysymyksiä teemaan liittyen. Nämä kysymykset käyvät ilmi litteroiduista aineistoista. Tutkimuksen toteutuksesta kerrotaan tarkemmin pääluvussa viisi.

1.5 Kirjallisuuskatsaus ja tutkimuksen teoreettinen viitekehys

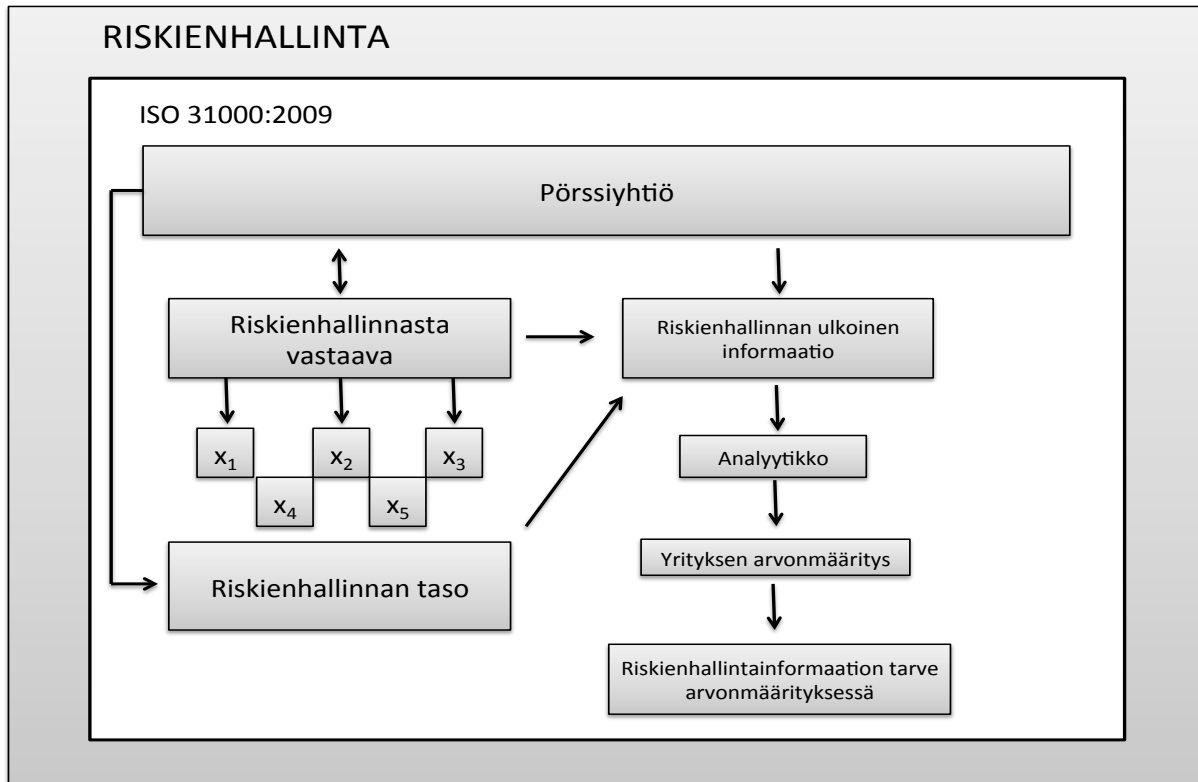
Tutkimuksen teoriaosuus perustuu laaja-alaiseen aineistoon. Teoriaosuudessa esitetään kirjallisuutta ja ajankohtaisia artikkeleita koskien riskejä, riskienhallintaa, kokonaisvaltaista riskienhallintaa, ISO 31000:2009 –standardia, ja yrityksen arvonmäärittystä. Näitä kaikkia alueita tarkastellaan suurten suomalaisten pörssiyhtiöiden kontekstissa, joten teoriaosuudessa esitetään myös aineistoa tästä aihealueesta. Merkittävänä teoriaosuuden aineistona toimii Kansainvälisen standardoimisliiton ISO 31000:2009 –standardi. Riskienhallinnan muuta kirjallisuutta on esimerkiksi Lamin (2014) *Enterprise Risk Management: From incentives to Control* ja Pasenheimin (2010) *Enterprise Risk Management*. Lisäksi riskienhallinnan lähteinä on käytetty suomalaista kirjallisuutta kuten Ilmosen, Kallion, Koskisen & Rajamäen (2013) teosta *Johda Riskejä: Käytännön opas yrityksen riskienhallintaan*. Tässä pro gradu –tutkielmassa on haluttu käyttää myös suomalaista kirjallisuutta, sillä tutkimuksen kohdeyhtiöt ovat suomalaisia ja yhtiöt ovat listattuina Helsingin pörssissä. Kirjallisuuden lisäksi teoriaosuudessa on esitelty artikkeleita muun muassa Journal of Risk and Insurance –julkaisusta sekä käytetty oikeudellisia lähteitä.

Tutkielmassa tarkasteltavaa pörssiyhtiöiden riskienhallinnan taso ja ulkoisen riskienhallinnan raportoinnin merkitys analyytikoille on ensimmäinen suomalainen tutkimus tässä kontekstissa. Riskienhallinnan maturiteettia on tutkittu kansainvälisesti vertaillen eri kokoisia yrityksiä ja eri toimialoja. Useat konsulttiyhtiöt kuten EY, PwC ja KPMG ovat tutkineet ERM-maturiteettia erilaisissa yhtiöissä ympäri maailmaa. Lähellä tämän pro gradun tutkimusteemaa on esimerkiksi CGMA (2015) tekemä tutkimus *“Global State of Enterprise Risk Oversight 2nd Edition”*. Tutkimukseen osallistui 1300 yritystä neljältä eri mantereelta. Tutkimuksessa analysoitiin yritysten muodostamia vastauksia liittyen ERM:iin. (CGMA, 2015) Kimbrough ja Compton (2009) ovat tutkineet *“The Relationship Between Organizational Culture and Enterprise Risk Management”* -kyselytutkimuksessaan organisaatiokulttuurin ja kokonaisvaltaisen riskienhallinnan suhdetta eri yrityksissä. Tutkimukseen osallistui 116 henkilöä, joista 62,1 % oli Yhdysvalloista. Osallistujia oli kaikkiaan 21 eri maasta. (Kimbrough & Compton 2009)

Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan vaikutusta yrityksen arvoon on tutkittu kansainvälisesti. Pagach ja Warr (2010) ovat tutkineet *“The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance”* –tutkimuksessaan 106 yrityksen kokonaisvaltaisen riskienhallinnan vaikutusta yrityksen arvoon Yhdysvalloissa. Tutkimuksessa analysointiin, miten riskienhallintajohtajan nimeäminen yhtiöön korreloi yrityksen tunnuslukujen kanssa. (Pagach & Warr 2010) Tässä pro gradu -tutkimuksessa ei kuitenkaan selvitetä kokonaisvaltaisen riskienhallinnan implementoinnin suhdetta yrityksen arvoon.

Yrityksen arvonmäärittämiseen tarvittavaa riskienhallinnan informaatiota yrityksen itsensä tuottamana ei ole juurikaan tutkittu tieteellisesti. Tästä syystä tällä Pro Gradu –tutkimuksella on uutuusarvoa. Toisaalta aiempien tutkimusten puuttuminen saattaa aiheuttaa myös haasteita. Analyytikoiden arvonmäärittämiseen käyttämiä menetelmiä on tutkittu esimerkiksi Imamin, Barkerin ja Clubbin (2008) tutkimuksessa *“The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts”*. Tutkimus ei kuitenkaan ota kantaa, millaista riskienhallinnan informaatiota analyytikot tarvitsevat yrityksen arvonmäärittämisessä.

Kuviossa 2 seuraavalla sivulla esitetään tutkimuksen teoreettinen viitekehys. Kuvion nuolten avulla tuodaan esille, millaisia erilaisia riippuvuuksia eri elementeillä on toisiinsa. Teoreettisen viitekehysten pohjana toimii riskienhallinta.



KUVIO 2 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

Tutkimuksen keskiössä on pörssi-yhtiö, jonka riskienhallinnan tason ja ulkoisen riskienhallinnan raportoinnin merkitystä tutkitaan ISO 31000:2009 kentällä. Pörssi-yhtiöillä on erilaisia tapoja, prosesseja, käytäntöjä ja resursseja järjestää kokonaisvaltainen riskienhallinta ja näiden tasoa pyritään selvittämään riskienhallintavastaavien avulla. Riskienhallintavastaavilla tarkoitetaan yhtiöiden riskienhallintajohtajia ja –päälliköitä. Pörssi-yhtiöt tuottavat lisäksi määrältään ja laadultaan erilaista ulkoista informaatiota riskeistä ja riskienhallinnasta osavuositiedoksissa, tilinpäätöksissä ja yhtiöiden internetsivuilla. Varainhoitotalojen analyytikot tulkitsevat ja käyttävät apunaan tätä informaatiota analysoidessaan pörssi-yhtiöiden arvoa. Arvonmääritys perustuu sekä kvantitatiivisiin että kvalitatiivisiin tekijöihin. Kvantitatiivisilla tekijöillä tarkoitetaan esimerkiksi taseesta tai tuloslaskelmasta saatavaa numeerista dataa. Kvalitatiivisilla tekijöillä voidaan tarkoittaa esimerkiksi yhtiötä kohtaavia makrotaloudellisia riskejä, yhtiön strategiaa ja toimialaan vaikuttavia tekijöitä. Pörssi-yhtiön tulisi tuottaa ulospäin sellaista riskienhallinnan informaatiota, jolla on merkitystä myös analyytikoille yrityksen arvonmäärityksessä.

1.6 Tutkimusraportin jäsentely

Tutkielma rakentuu kuudesta pääluvusta. Ensimmäisessä luvussa esitetään tutkielman johdanto. Siinä käsitellään tutkimuksen aihealue, tavoitteet ja tutkimusongelmat, käytetyt tutkimusmenetelmät ja –aineistot, tutkimuksen keskeiset käsitteet, aiemmat tutkimukset ja kirjallisuus, rajaukset ja tutkimuksen viitekehys. Toisessa pääluvussa esitetään riskejä, riskienhallintaa, kokonaisvaltaista riskienhallintaa, riskienhallinnan tason mittaamista ja pörssiyhtiöiden riskienhallinnan vaatimuksia. Tarkastelussa pyritään erityisesti tuomaan esille, mistä riskienhallinnan prosessi muodostuu ja millaisia erilaisia hallintakeinoja yhtiöt voivat käyttää apuna riskien hallitsemiseksi. Tarkastelussa nostetaan myös esille uusimpia lakimuutoksia pörssiyhtiöiden ulkoisen tiedottamisen kannalta.

Tutkielman luvussa kolme käsitellään ISO 31000:2009 riskienhallinnan standardia. Luvussa esitellään standardin periaatteita, viitekehystä, prosessia ja hyötyjä sekä kritiikkiä standardia kohtaan. Luvussa tarkastellaan itse standardia sekä ajankohtaisia artikkeleita liittyen ISO 31000:2009. Tutkimuksen kannalta ISO 31000:2009 –standardilla on suuri merkitys, sillä se toimii riskienhallinnan tason selvittämisen pohjana. ISO 31000:2009 –standardi on melko uusi, joten siihen liittyviä artikkeleita ei ole julkaista kovin paljon tieteellisissä julkaisuissa. Tästä syystä pääluku kolme muodostuu pitkälti standardista itsestään saadusta aineistosta. Luvussa neljä tarkastellaan yrityksen arvonmäärittelyn erilaisia metodeja. Tarkasteluun on otettu tase-, tuloslaskelma-, liikearvo-, kassavirta- ja kvalitatiivisiin tekijöihin perustuvat mallit, joilla yrityksen arvoa on mahdollista mitata. Tutkielman pääluvut kaksi, kolme ja neljä muodostavat tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen. Luvussa viisi esitellään tutkimuksen aineisto ja käsitellään tutkimuksen toteutus. Tutkimuksen aineistossa esitellään aluksi viiden pörssiyhtiön riskienhallinnan toteutus ja tämän jälkeen esitellään sijoittajat sekä heidän edustamansa varanhoitoyhtiöt. Tutkielman kuudennessa luvussa esitetään tutkimuksen tulokset. Viimeisessä eli seitsemännessä pääluvussa vastataan tutkimusongelmiin, arvioidaan tutkimuksen validiteettia ja reliabiliteettia, pohditaan jatkotutkimusehdotuksia ja käsitellään muita tutkimuksen päätelmiä.

2 RISKI JA RISKIENHALLINTA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

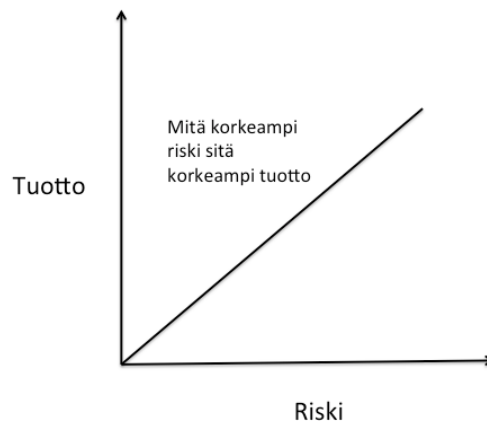
Tässä pääluvussa kuvataan aluksi riskiä ja riskienhallintaa käsitteinä. Tämän jälkeen pyritään tuomaan esille, mitä vaiheita riskienhallintaprosessiin sisältyy sekä millaisia hallintakeinoja yritykset voivat käyttää riskien hallitsemiseksi. Luvussa esitetään riskienhallintaa ja sen perusteita pörssiyhtiöiden kontekstissa. Tarkoituksena on nostaa esille keskeisimmät lait ja ohjeistukset, jotka määrittelevät pörssiyhtiöiden riskienhallinnalle minimivaatimukset Suomessa. Luvussa kuvataan myös kokonaisvaltaisen riskienhallinnan viitekehys ja prosessi, jotta saataisiin käsitys, miten ERM-prosessia voidaan toteuttaa organisaatioissa. Luvussa käsitellään lyhyesti riskienhallinnan eri standardeja, mutta luvussa kolme keskitytään kokonaisvaltaisemmin ISO 31000:2009 riskienhallinnan standardiin. Tämän jälkeen tuodaan esille, miten kokonaisvaltaisen riskienhallinnan tasoa voidaan arvioida organisaatioissa erilaisten riskienhallinnan maturiteetti-mallien avulla.

2.1 Riski

Riski on epävarmuuden vaikutusta tavoitteisiin (ISO/Guide 73:2009 Risk Management – Vocabulary 2016). Jokainen organisaatio kohtaa toiminnassaan riskejä. Organisaatioiden tulee ymmärtää millaisten riskien kanssa se on tekemisissä ja kuinka se pystyy hallitsemaan niitä. Riskien ottaminen ja hallitseminen on liiketoiminnan ydinajattelua, jolla tavoitellaan kasvua ja kannattavuutta. (Chapman 2011, 6) Yrityksen johdon ja hallituksen tulee kehittää dokumentoitu strategia, mikä nostaa esille liiketoiminnan mahdollisuuksia ja keinoja uhkien minimoimiseksi. Tämä dokumentoitu strategia toimii lähtökohtana hyvin implementoidulle kokonaisvaltaiselle riskienhallinnalle. (Marchetti 2011, 5)

Käsitteenä riski pitää sisällään epävarmuutta ja lopputuleman. Riskin lopputulema voi olla positiivinen tai negatiivinen. Riski voidaan nähdä olevan seurausta jostain tapahtumasta ja sen voidaan ajatella olevan todennäköisyys, että jokin asia tapahtuu. (Green 2015, 2) Juvosen, Koskensyrjän, Kuhasen, Ojalan, Pentin, Porvarin ja Talalan (2014, 8) mukaan riskillä tarkoitetaan yleiskielessä vaaraa tai uhkaa. Riskiin liittyy tiiviisti kolme tekijää. Nämä ovat tapahtumaan liittyvä epävarmuus, tapahtumaan liittyvät odotukset sekä tapahtuman laajuus ja vakavuus. Epävarmuus ilmenee siten, että jos tapahtuman seuraus tai tulos on ennalta tiedossa täysin, silloin kyseessä ei ole riski. Epävarmuuden astetta voidaan kutsua todennäköisyydeksi

vahingon sattumiselle. Odotukset ovat toinen merkittävä tekijä riskiin liittyen. Odotukset vaikuttavat siihen, miten koemme riskin ja myös sen toteutumisen. Tapahtuman laajuus ja vakavuus vaikuttavat riskin merkityksellisyyteen. Mitä suurempi input, sitä suurempi riski. (Juvonen ym. 2014, 8-9) Liiketaloudessa yleisenä käsitteenä on ollut “ei riskiä, ei voittoa”. Tästä voidaan johtaa kuvaaja riskille ja tuotolle. Kuvassa 3 on kuvattu riskin ja absoluuttisen tuoton yhteys. Kritiikkinä kuviossa kolme olevaa yksinkertaistusta kohtaan on sanottu, että kuvio 3 ei ole validi, jos riski laitetaan oikeaan perspektiiviin. (Lam 2014, 4-5) Kyseessä on siis äärimmilleen viety malli. Kuvion 3 x-akselilla esitetään riskin suuruus ja kuvan y-akselilla esitetään tuoton määrä. Kuvio 3 havainnollistaa, että tuottovaatimuksen kasvaessa myös riskin suuruus kasvaa ja päinvastoin.



KUVIO 3 Riski ja absoluuttinen tuotto Lamia (2014, 5) mukaillen

Yleinen tapa kuvata riskiä on laskea todennäköisyys kerrottuna riskin vakavuudella. Riskin todennäköisyyttä voidaan arvioida esimerkiksi todennäköisyysjakauman perusteella. Tämä tarkastelutapa onnistuu kuitenkin vain, jos riski on tyypillinen. Harvinaisten riskien osalta todennäköisyyden arvioiminen on hankalaa. Vakavuuden mittaaminen on subjektiivista ja riippuu aina organisaation riskinkantokyvystä. Ennen kuin voidaan arvioida riskin vakavuus, on selvitettävä organisaation riskinkantokyky. (Juvonen ym. 2014, 8-10) Riskinkantokyky tarkoittaa sitä, kuinka paljon organisaatio voi kestää taloudellista menetystä vuodessa. Se voidaan linkittää esimerkiksi organisaation käyttöpääomaan, lainanottokykyyn tai likvideihin varoihin. Valmista mittaria riskinkantokyvylle ei siis ole, vaan organisaation tulee tämä itse päättää. Yrityksen tulee myös päättää sen riskinottohalu. Riskinottohalulla tarkoitetaan sitä, kuinka paljon yritys on valmis kestäämään taloudellisia tappioita vuodessa tavoitellessaan liiketoimintamahdollisuuksia ja lisää kassavirtaa. Tyypillisesti tällaiset päätökset syntyvät yritysjohton strategisissa päätöksissä. (Ilmonen, Kallio, Koskinen & Rajamäki 2013, 10-12)

Lamin (2014, 31) mukaan yleisimmät riskijaottelut ovat seuraavat: strateginen riski, liiketoiminnan riski, markkinariski, luottoriski, likviditeettiriski, operatiivinen riski, compliance-riski ja maineriski. Suomen valvontaviranomainen Finanssivalvonta esittää myös määräyskokoelmassaan, että pörssiyhtiöt voivat kuvata riskejään strategisina, operatiivisina, rahoitus- ja vahinkoriskeinä. Lisäksi joillekin yhtiölle voivat olla ajankohtaisia esimerkiksi ympäristöriskit ja rahoitusinstrumentteihin liittyvät luotto-, likviditeetti- ja markkinariskit. (Liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus 7/2013) Erilaisia riskijaotteluita on useita määrittelijästä riippuen ja jotkin määrittelyistä voivat mennä myös päällekkäin toistensa kanssa.

Strategiset riskit voidaan nähdä olevan joko strategian laadintaan liittyviä riskejä tai strategian toteutumiseen liittyviä riskejä (Juvonen ym. 2014, 34). Lamin (2014, 34) mukaan strategisella riskillä tarkoitetaan sitä, että yhtiön ja liiketoiminnan strategiaa on hoidettu virheellisesti tai tehottomasti. Juvosen ym. (2014, 34-35) mukaan strategian laadintaan liittyvät riskit johtuvat usein siitä, että laadinnassa on käytetty puutteellista tai väärää taustatietoa. Strategian toteutumiseen liittyvät strategiset riskit johtuvat usein organisaation omasta toiminnasta. Strategisten riskien tunnistamiseen ja analysointiin on kehitetty erilaisia menetelmiä kuten markkina- ja kilpailija-analyysit. Usein strategiariskien tunnistamiseen käytetään useita eri analyysimenetelmiä, jotta voidaan turvata riskianalyysin luotettavuus. (Juvonen ym. 2014, 34-38)

Operatiivinen riski tulee esille silloin, kun ihmiset, prosessit tai koneet epäonnistuvat tai jonkin ulkoinen riski kohtaa yritystä. Tällainen tapahtuma voi olla esimerkiksi tulipalo tai myrskytuhot. (Lam 2014, 32) Russellin (2013, 22) mukaan operatiivisiin riskeihin voidaan lukea kaikki ne riskit, jotka eivät sovi muihin riskiryhmiin. Varsinkin finanssialalla on nähty, että riskit, mitkä eivät sovellu markkina- tai luottoriskien alle, kuuluvat operatiivisiin riskeihin, jos niillä on vaikutusta yrityksen materiaaliin. Kenettin ja Raananin (2010, 21) mukaan operatiivisia riskejä esiintyy kaikilla kansantalouden sektoreilla kuten terveys-, kuljetus-, energia- ja finanssisektorilla. Jotkin näistä sektoreista ovat onnistuneet implementoimaan kehittyneitä prosesseja tunnistamaan operatiivisia riskejä paremmin. (Kenett & Raanan 2010, 21)

Taloudelliset riskit voidaan nähdä kaksipuolisina riskeinä, joissa riski voi olla uhka tai mahdollisuus. Esimerkiksi korot voivat muuttua positiiviseen tai negatiiviseen suuntaan yhtiön kannalta. Taloudelliset riskit voidaan jakaa vielä perusliiketoiminnan riskeihin ja rahoitusriskeihin. (Knüpfer & Puttonen 2012, 208-209) Markkinariskit johtuvat siitä, että hintojen ja

korkojen muutokset aiheuttavat negatiivisia vaikutuksia yritykselle. Russellin (2013, 19) mukaan markkinariski on eniten muuttuva ja epäjohdonmukainen riski. Luottoriskillä tarkoitetaan sitä, että asiakas, vastapuoli tai tavarantoimittaja epäonnistuu tavoitteidensa täyttämässä (Lam 2014, 32). Luottoriskin tarkoituksena on ennustaa ja mitata todennäköisyyttä mahdolliselle velan laiminlyönnille ja selvittää laiminlyönnin vaikutuksia annettuun luottoon (Russell 2013, 21). Lamin (2014, 32) mukaan likviditeettiriskillä tarkoitetaan riskiä, jonka vuoksi yritys ei kykene esittämään likviditeettiä varallisuutta tarpeisiinsa nähden.

Compliance-riskillä tarkoitetaan riskiä, joka nousee esille silloin, jos yritys ei ole noudattanut lakeja tai määräyksiä (Lam 2014, 34). Russell (2013, 26) käyttää tästä nimitystä sääntelyriski. Maineriskillä tarkoitetaan sitä, että yhtiön brändiä ja mainetta kohtaa jokin negatiivinen tapahtuma (Lam 2014, 32). Sellaiset yhtiöt, joilla on paljon lupausta ja luottamusta heidän aineettomassa omaisuudessa, ovat erityisen herkkiä maineriskille. Myös yritykset, jotka tuottavat tuotteita asiakkaille, ovat erityisen herkkiä maineriskille, koska ne tarjoavat lupauksen tuotteiden turvallisuudesta ja laadusta. (Russell 2013, 26)

2.2 Riskienhallinta

Yritysten tulisi koostaan riippumatta laatia riskienhallinnan strategia, jotta riskit eivät tulisi yllätyksenä toteutuessaan. Riskienhallinnan strategiassa tulisi määritellä yhtiön suhtautuminen erilaisiin riskeihin ja niiltä suojautumiseen. Yrityksen koko ja yleinen suhtautuminen riskeihin vaikuttaa riskienhallinnan tasoon. Strategian pohjalta voidaan laatia riskienhallintapolitiikka, jossa tuodaan esille yhtiön tavoitteet, toimintaperiaatteet, vastuunjako ja raportointi riskienhallinnassa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 213-214) Lamin (2014, 5-9) mukaan riskienhallinta voi vähentää yritykseen kohdistuvia veroja, transaktiokustannuksia ja se voi parantaa sijoituspäätöksiä. Lisäksi Lam nostaa neljä muuta syytä, miksi riskienhallinnasta voi olla yhtiölle hyötyä. Nämä syyt ovat: johdon mahdollisuus valvoa riskejä, tuottojen volatiliteetin alentaminen, osakkeen arvon maksimointi ja taloudellisen turvallisuuden edistäminen.

Yrityksen johdon tulisi pitää huoli, että yhtiöön on saatu luotua tavoiteltu riskikulttuuri. Riskienhallinnasta tulisi pitää yhtä hyvää huolta kuin mistä tahansa muusta yhtiön päämäärästä. Yhtiöiden tulisi luoda tehokas hallinnointiprosessi riskien hallitsemiselle. Tätä voidaan edesauttaa esimerkiksi sillä, että yrityksen hallitus ja johto määrittelevät yhdessä, millainen yrityksen riskinottohalukkuus on. Johdon tulisi lisäksi saada jalkautettua riskienhallinnan

kulttuuri koko yhtiöön. Jokaisen työntekijän tulisi ymmärtää, millainen on yhtiön riskinottohalukkuus ja johdon tulisi pitää huoli, että työntekijät ymmärtävät riskin käsitteen samalla tavalla. (Tyson & Horwitz 2013, 17-18) Zeier Roeschmannin (2014, 292) mukaan riskienhallinnan kulttuuri rakentuu paljon muustakin kuin ainoastaan organisaation ylimmän johdon aloitteesta. Hänen mukaansa riskikulttuuri on kognitiivinen ja dynaaminen konsepti, joka sisältää muodollisia ja epämuodollisia näkökantoja. Riskikulttuuri määrittelee säännöt ja normit itse riskienhallinnalle. (Zeier Roeschmann, 2014, 292)

2.2.1 Riskienhallinnan vaiheet

Riskienhallintaprosessin avulla voidaan lisätä ymmärrystä riskeistä, jotta yritys voi tehdä toimenpiteitä ja päätöksiä riskien hallitsemiseksi. Voidaan puhua systemaattisesta riskienhallinnan prosessista, jos riskien tunnistaminen ja analyysin tarkoitus on tuottaa mahdollisimman hyvä kuva siitä, kuinka riskejä kannattaa ja voi hallita. (Ilmonen, Kallio, Koskinen & Rajamäki 2010, 116) Lamin (2014, 36-37) mukaan riskienhallinnan prosessin tulisi käsittää kolme pääkohtaa. Nämä ovat riskitietoisuus, riskien mittaaminen ja riskien hallitseminen. Riskitietoisuus on olennaisen tärkeää koko yrityksessä, jotta riskejä tämän pohjalta osataan tunnistaa. Jokaisen yhtiön tulisi lisätä koko yhtiössä riskitietoisuutta. Ihmisiä tulee kannustaa tunnistamaan omassa toiminnassaan riskejä ja ymmärtämään omat roolinsa ja vastuunsa riskienhallinnassa. Toinen merkittävä tekijä riskiprosessissa on riskien mittaaminen. Yhtiössä tulee kulkea tehokkaasti tieto riskeistä läpi koko organisaation. Tätä varten tarvitaan usein sopivaa teknologiaa, yksinkertaista ja jatkuvaa raportointia riskeistä ja niiden mittaamisesta. Kolmas riskiprosessin vaihe on riskien hallitseminen. Kun riski on tunnistettu ja mitattu, sille täytyy päättää jatkotoimenpiteet. (Lam 2014, 36-37)

Chapman (2011, 137) jakaa riskienhallinnan prosessin seitsemään eri vaiheeseen: konteksti, tunnistaminen, analyysi, arviointi, hallintakeinot, seuranta/tarkastelu ja kommunikointi/konsultointi. Ensimmäisessä vaiheessa tulee tunnistaa ja ymmärtää organisaation taustalla olevat tekijät pääpiirteittäin sekä tulee luoda prosessi tai projekti kehittämään riskienhallintaa yhtiössä. Toisessa vaiheessa tulee tunnistaa varsinaisia riskejä, joilla voi olla positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia. Tässä vaiheessa tulee selvittää myös riskin lähde ja identifioida riskin lopputulema. Riskianalyysissä tarjotaan arviointia riskin todennäköisyydelle ja selvitetään todennäköisyyden vaikutusta lopputulemaan. Riskien arvioinnissa huomio kiinnittyy analyysivaiheen tulosten tarkastelemiseen. Vaiheessa tulee huomioida riskin aiheuttaman uhan ja

mahdollisuuden nettovaikutusta. Riskejä voidaan hallita useilla eri keinoilla. Näitä keinoja ovat muun muassa riskin vähentäminen, riskin poistaminen, riskin siirtäminen ja riskin säilyttäminen itsellä. Näitä vaihtoehtoja tulee peilata yrityksen riskinottohalukkuuteen. Seurannassa ja tarkastelussa tulee huomioida hälyttäviä tekijöitä, rekisteröidä muutoksia, tallentaa lähestyviä uhkia ja mahdollisuuksia, tarkastella, että riskinhallinnan johto ja työntekijät huolehtivat velvollisuuksistaan ja raportoida onnistumisista. Viimeinen riskienhallinnan prosessin vaihe on kommunikointi ja konsultaatio. Kommunikaation ja konsultaation tulisi kuitenkin tapahtua jatkuvasti kaikissa prosessin vaiheissa, jotta se tukisi riskienhallinnan implementointia yritykseen tehokkaasti. (Chapman 2011, 137-241)

2.2.2 Riskienhallintakeinot

Riskienhallintakeinot voidaan Juvosen ym. (2014, 23-28) mukaan jakaa viiteen kategoriaan. Nämä kategoriat ovat riskien pienentäminen, riskien välttäminen, riskien jakaminen, riskien siirtäminen ja riskien omalla vastuulla pitäminen. Riskienhallintamenetelmän valitseminen perustuu aiemmin tehtyyn riskien tunnistamiseen ja arviointiin. Sopivan menetelmän valitseminen voi riippua myös siitä, onko kyseessä vahinko- vai liiketoiminnan riski. Vahinkoriskejä voidaan pienentää, välttää, jakaa, siirtää ja pitää omalla vastuulla. Liiketoiminnan riskit eroavat vahinkoriskeistä muun muassa sen perusteella, että näitä riskejä ei voida siirtää esimerkiksi vakuutuksilla. (Juvonen ym. 2014, 23-28) Riskienhallintatoimenpiteen valinnassa tärkeää on tarkastella tilannetta kokonaisvaltaisesti hyödyntäen kaikkea mahdollista saatavilla olevaa tietoa riskeistä. Toimenpiteiden valintaa voidaan helpottaa, jos riskit on aikaisemmin luokiteltu tarpeiden vaatimalla tavalla esimerkiksi riskiluokkiin, todennäköisyyden ja suuruuden mukaan. (Ilmonen, Kallio, Koskinen & Rajamäki 2013, 118)

Juvosen ym. (2014, 23-28) mukaan *riskin pienentäminen* voi tapahtua niin, että vahinkotapahtuman todennäköisyyttä tai seurausta pienennetään. Tällaisia toimenpiteitä voivat olla esimerkiksi työsuojelutoimenpiteet tai henkilöstön kouluttaminen. Ilmosen ym. (2013, 119) mukaan useita riskejä on mahdollista pienentää. *Riskejä voidaan välttää* pidättäytymällä riskialttiista toimista, jotka voivat liittyä toimintaan, henkilöön tai omaisuuteen. Riskien välttäminen voi aiheuttaa yritykselle tulojen pienentymistä tai menojen kasvua, jolloin yrityksen johdon tulee tarkoin miettiä kulujen ja hyötyjen suhdetta. *Riskien jakamisen* avulla voidaan lisätä itsenäisten riskikohteiden määrää. Riskejä voidaan jakaa esimerkiksi jakamalla yrityksen tuotanto useaan tuotantolaitokseen. Sopimusteitse yritys voi *siirtää riskejä*, jolloin riski siirtyy toisen osapuolen kannettavaksi. Yrityksen kannattaa käyttää tätä keinoa silloin, kun vahingon toteu-

tuminen aiheuttaisi yritykselle taloudellisesti kestäättömän tilanteen. Ilmosen ym. (2013, 120) mukaan riskejä voidaan siirtää sopimuksilla, rahoitusratkaisuilla tai vakuuttamalla toisen osapuolen kannettavaksi. Yleisin keino näistä on vakuuttaminen, jolloin riskit siirretään vakuutusyhtiölle pakettiratkaisuihin tai tapauskohtaisesti. Rahoitusratkaisuihin tarkoitetaan esimerkiksi riskien siirtämistä johdannaisten avulla tai rahastoivien ratkaisujen perusteella. Sopimusten avulla yritys voi esimerkiksi siirtää riskejä alihankkijan kannettavaksi. (Ilmonen ym. 2013, 120-122) Viides keino riskien hallitsemiseen on *riskien omalla vastuulla pitäminen*. Tällöin yritys tietoisesti tai tiedostamatta jättää riskejä omaksi vastattavakseen. (Juvonen ym. 2014, 23-28)

2.3 Vaatimukset riskienhallinnan järjestämiselle pörssiyhtiöissä

Pörssiyhtiöitä kohtaan on luotu tiukemmat lait ja ohjeistukset riskienhallinnasta kuin noteeraamattomia yrityksiä kohtaan. Suomessa pörssiyhtiöiden riskienhallinnasta on määräyksiä muun muassa kirjanpitolaissa, arvopaperimarkkina- ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa, Finanssivalvonnan määräyksissä ja pörssin omissa ohjeissa. Arvopaperimarkkinaoikeuden keskeisiä periaatteita ovat sijoittajansuoja, markkinoiden systemaattisen riskin vähentäminen ja kattava tiedottaminen. (Dittmar & Indrenius 2014, 11) Nämä lait ja säännökset luovat minimivaatimukset riskienhallinnan järjestämiselle ja tiedottamiselle. Suurimmat suomalaiset pörssiyhtiöt kuvaavat internetsivuillaan kuitenkin riskejä ja riskienhallintaa vielä kattavammin. Esimerkiksi Wärtsilä Oyj kuvaa sivuillaan riskienhallinnan periaatteet, riskiraportointia ja riskikategorioita (Wärtsilä 2015). Vaikka suomalaiset pörssiyritykset jakavat julkisesti tietoa riskeistä ja riskienhallinnasta, raportoinnissa on vielä matkaa ulkomaalaisiin yrityksiin verrattuna. Saksalainen teräksentuottaja ja -tarjoaja ThyssenKrupp AG esittelee internetsivuillaan muun muassa useita uhkia ja mahdollisuuksia, riskienhallinnan prosessin, roolit ja vastuut, riskien arvioinnin, riskien kontrolloinnin ja riskikategoriat (ThyssenKrupp 2015).

Kirjanpitolaissa määrätään, että toimintakertomuksessa on arvioitava kirjanpitovelvollisen toiminnan rakenteeseen ja laajuuteen nähden kattavasti ja tasapuolisesti merkittävimpiä epävarmuustekijöitä ja riskejä sekä muita kirjanpitovelvollisen liiketoiminnan kehittymiseen vaikuttavia seikkoja. Arviossa tulisi esittää keskeisimmät tunnusluvut kirjanpitovelvollisen taloudellisen aseman, tuloksen ja liiketoiminnan ymmärtämiseksi. Lisäksi tarvittaessa kirjanpi-

tovelvollisen tulee esittää täydentävää tietoa ja lisäselvityksiä tilinpäätöksessä ilmoitetuista luvuista. (Kirjanpitolaki 30.12.2004/1304)

Marraskuussa 2015 arvopaperimarkkinalakia muutettiin, millä on myös vaikutusta yhtiön riskeistä tiedottamiseen. Uudistetussa arvopaperimarkkinalaissa säädetään, että liikkeellelaskijan tulee antaa kuvaus liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan epävarmuustekijöistä ja riskeistä. Aiemmassa laissa kyseinen vaatimus riskien kuvaamisesta oli samalla tavalla määritelty, mutta tämä kuvaus tuli antaa useammin. Lain muuttamisella oli vaikutusta siis muun muassa osavuositarkastusten määrään. (Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 26.11.2015) Aiemmin arvopaperimarkkinalain 7 luvun 4 §:ssä määrättiin, että liikkeellelaskijan tulee antaa osavuositarkastus kvartaaleittain, eli yrityksen oli pidettävä merkittävät riskinsä jatkuvasti ajan tasalla. (Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746) Uuden lain myötä liikkeellelaskijoiden tarvitsee julkistaa vähintään puolivuositarkastus sekä tilinpäätös ja toimintakertomus aiempien kolmen osavuositarkastusten sekä tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sijaan. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva yrityksen tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Myös toimintakertomuksessa yhtiön tulee kuvata merkittävimpiä riskejä sekä epävarmuustekijöitä. (Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 26.11.2015). Pakollisen tiedottamisen vähentäminen tarkoittaa myös sitä, että yhtiöiden ei tarvitse raportoida ulkoisesti riskeistä ja riskienhallinnasta yhtä usein kuin ennen. Arvopaperimarkkinalaki tosin edellyttää edelleen, että listayhtiöiden tulisi raportoida välittömästi sellaiset seikat, joilla voi olla vaikutusta yrityksen arvoon (Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746). Yhtiöiden tulee siis raportoida välittömästi edelleen esimerkiksi sellaiset riskit ja epävarmuustekijät, joilla voi olla vaikutusta yrityksen arvoon.

Arvopaperimarkkinalain lisäksi listayhtiöiden toiminnasta säädetään Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa. Hallinnointikoodin uusin versio 2015 astui voimaan 1.1.2016. Riskienhallinnasta määrätään uudessa koodissa suosituksessa 26 seuraavasti: *“Yhtiön on määriteltävä periaatteet, joiden mukaan yhtiön riskienhallinta on järjestetty”*. Tällä ohjeistuksella pyritään siihen, että yhtiön toimintaa arvioidaan riittävästi. Jotta riskienhallinta olisi toimivaa, tulee riskienhallinnan periaatteet ensin määrittää. Riskienhallinta nähdään osana yhtiön valvontajärjestelmää, jossa riskit tulee tunnistaa, arvioida ja seurata. Suomen lainsäädäntö edellyttää lisäksi, että yhtiön tulee arvioida toimintakertomuksessaan merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä. Osavuositarkastuksissa ja tilinpäätöstiedotteissa tulee myös kuvata yhtiön liiketoimintaan liittyviä merkittäviä lähiajan epävarmuustekijöitä ja riskejä. Hallinnointikoodissa

annetaan myös tarkemmat ohjeet, miten riskienhallinnasta tulisi raportoida. Riskienhallinnan järjestelmien pääpiirteiden kuvauksesta tulisi käydä esille riskienhallinnan yleiskuvaus, riskienhallinnan järjestämisen pääperiaatteet ja riskienhallintaprosessin pääpiirteet ja prosessin yhteys sisäiseen valvontaan. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015)

Finanssivalvonnan määräyksessä liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuudesta 7/2013 todetaan, että toimintakertomuksessa tulisi kuvata liikkeellelaskijan liiketoimintaan ja toimialaan liittyvät riskit, epävarmuustekijät ja muut seikat, jotka toteutuessaan vaikuttavat olennaisesti liikkeellelaskijan taloudelliseen asemaan, tulokseen, toimintaan tai arvopaperin arvoon. Toimintakertomuksessa tulisi lisäksi mahdollisuuksien mukaan esittää kuvaus riskien ja epävarmuustekijöiden toteutumisen merkityksestä itse liikkeellelaskijalle. Finanssivalvonnan mukaan nämä edellytykset eivät täyty, jos toimintakertomuksessa kuvataan ainoastaan riskienhallinnan menetelmiä. Nämä riskit voidaan luokitella esimerkiksi strategiaan, operatiivisiin, rahoitus- ja vahinkoriskeihin. Joillakin aloilla myös ympäristöriskit voivat olla merkittäviä. Finanssivalvonta suosittelee, että kuvaus riskeistä ja epävarmuustekijöistä perustuisi tilinpäätöshetken jälkeisen ajan arvioon. Liikkeellelaskijan tulisi myös raportoida sellaisista riskeistä, joiden toteutuminen on mahdollista pidemmällä aikavälillä kuin seuraavana tilikautena. Määräyksessä esitetään, että riskejä ja epävarmuustekijöitä voidaan kuvata esimerkiksi herkkyyyslaskelmilla, joilla voidaan ilmaista yksittäisten tekijöiden vaikutuksia tulokseen ja/tai taloudelliseen asemaan. Joillakin toimialoilla on lisäksi omia riskiluokituksia, joita voidaan käyttää riskien kuvaamisessa. (Liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus, 2013, 40-41)

2.4 Enterprise Risk Management

Kokonaisvaltaisella riskienhallinnalla (*Enterprise Risk Management*) on pyritty luomaan koko yhtiötä koskeva riskienhallinnan kehikko. Kokonaisvaltainen riskienhallinta on lähtenyt kehittymään 1990-luvulla, kun tietokoneet alkoivat mahdollistaa tehokkaampia mallinnuskeinoja riskeille ja dataa oli saatavilla entistä enemmän. Uuden saatavilla olevan datan avulla pystyttiin katselmoimaan menneitä tapahtumia, muodostamaan niistä trendejä, korrelaatioita ja muita seurannaisvaikutuksia koko yhtiön tasolla. (D'Arcy & Brogan 2011, 1-20) Riskienhallinta on tyypillisesti nähty siilomaisena toimintana yrityksissä. Riskit on luokiteltu markkina-, luotto- ja operatiivisiksi ryhmiksi, joista yhtiön eri funktiot ovat olleet vastuussa. Viime aikoina on kuitenkin tullut entistä näkyvämmäksi se, että tällainen fragmentoitunut lähesty-

minen ei toimi, koska erilaiset riskit ovat erittäin itsenäisiä ja niitä ei voida hallita yksittäisissä yksiköissä. (Lam, 2014, 50-52)

ERM:in avulla yritys voi koordinoida riskinhallinnan aktiviteetteja läpi eri liiketoimintayksiköiden ja funktioiden. Se tarjoaa kaikenkattavaa riskien tunnistamista ylimmälle johdolle ja hallitukselle. (Lam 2014, 50-52) Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan tulee heijastaa yhtiön yrityskulttuuria ja sen pitää olla osa strategista suunnittelua. Sitä tulee toteuttaa kaikilla organisaation tasoilla. Kokonaisvaltaisen riskienhallinta mahdollistaa sen, että tavoitteet on asetettu yksittäin tai eriteltyinä, mutta kuitenkin limittäisiin ryhmiin. (Passenheim 2010, 15) ERM:in avulla on haluttu säilyttää ja parantaa osakkeen arvoa, mikä on yrityksen pääasiallinen tavoite. Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan tulee olla monitahoista ja ottaa huomioon kaikki näkökulmat yhtiön liiketoimintasuunnitelmasta aina strategisesta suunnittelusta liiketoiminnan kontrollointiin. (Chapman 2011, 9-10)

Lamin (2014, 61) mukaan kokonaisvaltaisen riskienhallinta voidaan nähdä muodostuvan seitsemän osa-alueen kautta. Näitä osa-alueita tulee kehittää ja niiden tulee toimia vuorovaikutuksessa toistensa kanssa. Osa-alueet ovat Corporate Governance, linjajohto, portfolio management, riskin siirto, riskin analytiikka, data ja teknologia sekä sidosryhmäjohtaminen. Corporate Governancen tulee varmistaa, että yhtiön johto ja hallinto ovat luoneet sopivat keinot seurata, mitata ja hallita riskejä läpi koko organisaation. Linjajohdon tulee integroida riskienhallinta osaksi tuloja tuottavia prosesseja kuten tuotteiden kehitystä. Salkunhoidon tulee huolehtia, että toimitaan asetettujen limiittien puitteissa ja että riskit ovat tarpeeksi hajautettuja. Riskin siirrolla huolehditaan siitä, että siirretään kolmannelle osapuolelle sellaisia riskejä, jotka eivät sovi yhtiön riskin kantokykyyn. Riskin analytiikka tarjoaa keinon mitata, analysoida ja raportoida riskejä. Data ja teknologia ovat apukeinoina tukemassa analytiikkaa ja raportointia. Sidosryhmäjohtamisen tarkoituksena on viestiä ja raportoida yhtiön riskitilanteesta sidosryhmille. (Lam 2014, 61-62)

Passenheimin (2010, 16-18) mukaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan viitekehys voidaan nähdä puolestaan neljänä osana, jotka muistuttavat perinteistä riskienhallinnan ajattelutapaa. Kokonaisvaltaisuus tulee esille siinä, että toteuttamiseen osallistuu koko organisaatio ja erityisesti yhtiön keskijohto. Osat muodostuvat strategisesta, operatiivisesta, taloudellisesta ja vahinkoriskiryhmästä. Strategisessa ryhmässä tavoitteet ovat korkealla tasolla (*High-level Goals*) linjassa yhtiön mission kanssa. Operatiivisella tasolla käytetään resursseja tehokkaasti

ja vaikuttavasti. Taloudellisella tasolla varmistetaan, että raportointi on luotettavaa. Vahinko ja compliance tasolla huomio kiinnittyy yksittäisiin virheisiin ja hallinnointiin lakien ja viranomaisvaatimusten viitekehyksessä. Strategiset riskit voivat sisältää maineeseen kohdistuvaa vahinkoa, kilpailua, patentteja, asiakkaiden mieltymyksiä, trendejä, sijoittajien vaatimuksia, sääntelyä ja poliittisia trendejä. Operatiiviset riskit voivat syntyä tietotekniikan puutteista, huonosta johtajuudesta, liiketoiminnan operaatioista (ihmiset, kapasiteetti, tehokkuus, tuotteiden viat yms.). Taloudelliset ja raportointiin liittyvät riskit voivat syntyä esimerkiksi hintojen muutoksesta, maksuvalmiuden muutoksesta, inflaatiosta ja virheellisestä raportoinnista. Vahinkoriskit nousevat esille esimerkiksi tulipalon, myrskyn, varkauden tai keskeytyksen seurauksena. Kokonaisvaltaisessa riskienhallinnassa tulee kuitenkin muistaa, että vaikka riskit voidaan jakaa näihin neljään ryhmään, ne silti ovat vuorovaikutuksessa keskenään ja niitä tulee tarkastella myös kokonaisuutena. (Passenheim 2010, 16-18)

COSO ERM:n mukaan kokonaisvaltainen riskienhallintaprosessi koostuu kahdeksasta vaiheesta. Vaiheet ovat sisäisen ja ulkoisen ympäristön tunnistaminen, strategian ja tavoitteiden määrittely, tapahtumien tunnistaminen, riskien arviointi, riskeihin vastaaminen, viestintä, seuranta ja valvonta. (COSO 2015) Marchetti (2011, 35) painottaa, että jokaisella organisaatiolla on kuitenkin erilainen riskienhallinnan ohjelma riippuen organisaation riskiprofiilista ja riskinottohalukkuudesta, mutta riskienhallinnan prosessin tulisi seurata näitä kahdeksaa vaihetta. Passenheimin (2010, 18-35) mukaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan prosessi voidaan jakaa riskien tunnistamiseen, analyysiin, käsittelyyn, seurantaan ja kulttuuriin. Segal (2011, 113-293) jakaa kokonaisvaltaisen riskienhallinnan prosessin riskien tunnistamiseen, riskien kvantifioimiseen, riskipäätösten tekemiseen ja riskien viestimiseen. Kokonaisvaltaisesta riskienhallinnan prosessista on olemassa useampia jaotteluita, mutta pääpiirteittäin ne noudattelevat samaa suuntaa toimintaympäristön määrittelemisestä aina riskienhallinnan seurantaan asti.

Marchettin (2011, 35-42) mukaan sisäisen ja ulkoisen toimintaympäristön määrittelyssä tulee selvittää, miten riski nähdään yhtiössä, millainen on riskienhallinnan kulttuuri, riskinottohalukkuus ja ympäristö, missä toimitaan. Johdon tulee määritellä strategia ja tavoitteet riskienhallinnalle, jotta riskienhallinnan merkitys olisi paremmin perusteltavissa ja seurattavissa. Johdon tulee myös huolehtia, että riskienhallinta seuraa yhtiön omaa strategiaa ja tavoitteita. Yhtiön johdon tulee tunnistaa mahdollisia tapahtumia, joilla voi olla negatiivisia tai positiivisia vaikutuksia. Riskienhallinnan tehtävänä on tämän jälkeen auttaa tukemaan näitä päätöksiä.

Kun tapahtumat on tunnistettu, tulee riskejä arvioida. Huomioon tulee ottaa sisäiset ja ulkoiset tekijät sekä odotetut ja odottamattomat tapahtumat, jotka voivat vaikuttaa yhtiön mahdollisuu- teen saavuttaa tavoitteensa. Riskejä tulee arvioida todennäköisyyden ja seurausten perusteella. Kun jokainen riski on arvioitu, valitaan niille sopivat hallintakeinot. Hallintakeinon valinnas- sa tulee huomioida riskin todennäköisyys ja seuraukset suhteessa hallintakeinon hyötyihin. (Marchetti 2011, 35-42) Yhtiön ei esimerkiksi kannata siirtää riskiä kolmannen osapuolen kannettavaksi, jos se pystyisi taloudellisesti itse kantamaan riskin. Marchetti (2011, 45) nos- taa prosessissa vielä esille viestinnän, jonka avulla jaetaan tietoa riskeistä koko organisaatiol- le. Yhtiön tulee viestiä riskienhallinnan tärkeydestä, vaikuttavuudesta, riskeistä, riskinottoha- lukkuudesta, riskinkantokyvystä ja yhteisestä riskienhallinnan kielestä. Riskienhallintaa tulisi seurata jatkuvasti, jotta yhtiö näkisi, mitkä osat riskienhallinnasta ovat tehokkaita ja missä olisi vielä parannettavaa. Viimeisenä prosessin vaiheena on valvonta. Yhtiön hallinnon, tilin- tarkastajien ja johdon tulisi valvoa riskienhallintaa jatkuvasti. (Marchetti 2011, 45) Kokonais- valtaisen riskienhallinnan prosessia ei kuitenkaan pidä nähdä tiukasti tapahtumaketjuna, vaan jokainen voi osa-alue vaikuttaa toisiinsa. Kyseessä on siis monisuuntainen, mutta toistuva prosessi. (COSO 2015)

Mikään riskienhallinta ei pysty luomaan yritykselle täysin riskivapaata ympäristöä, mutta ERM:in avulla tätä tavoitetilaa lähemmäksi on mahdollista päästä. Seuraavaksi käsitellään mahdollisia hyötyjä kokonaisvaltaisesta riskienhallinnasta. Chapmanin (2011, 10) mukaan ERM:in avulla yritys voi parantaa mahdollisuuksia saavuttaa asetetut tavoitteet liiketoimin- nassa. Kokonaisvaltainen riskienhallinta tarjoaa erilaisia tekniikoita tunnistaa, tallentaa ja arvioida mahdollisuuksia jatkuvana prosessina ottaen samalla huomioon yrityksen omat ta- voitteet. Toisena hyötynä Chapman (2011, 10) näkee, että ERM lisää sijoittajien luottamusta yritykseen. Tämä juontaa juurensa vuoden 2008 finanssikriisiin, jolloin institutionaaliset si- joittajat, luottoluokittajat ja viranomaiset havahtuivat riskienhallinnan tasoon yrityksissä. Kolmanneksi Chapman (2011, 10) kokee, että ERM soveltuu hyvin yhteen lakien ja muun sääntelyn kanssa. Tuotaessa ERM:iä yritykseen sen implementoinnissa tulee ottaa huomioon koko liiketoimintaympäristö aina yritystä säänteleviin lakeihin asti. ERM:iä tulee päivittää jatkuvasti, joten sen avulla voidaan myös seurata muuttuvia lakeja ja säännöksiä. (Chapman 2011, 10-12)

Gates, Nicolas ja Walker (2012, 35) ovat tutkineet ERM:n vaikutuksia yrityksen johtamiseen ja suoriutumiseen. Tutkimuksen mukaan ERM:lla olisi positiivinen vaikutus yrityksen ar-

voon. Kun yritys implementoi ERM-prosessin toimintaansa, se auttaa yhtiötä tekemään jatkossa parempia päätöksiä toiminnassaan. Arvo alkaa kasvamaan implementoinnin edetessä. ERM lisää myös keskustelua johdon ja hallituksen välillä johdon filosofiasta ja riskinottohalukkuudesta. ERM mahdollistaa lisäksi yhteisen kielen johdon ja hallituksen välillä liittyen riskinottohalukkuuteen, riskeihin ja niiden hallitsemiseen. (Gates, Nicolas & Walker 2012, 35-37) Chapmanin (2011, 10-12) mukaan ERM:in avulla yritys pystyy asettamaan riskinottohalukkuuden ja strategian samaan linjaan. Ensin tulee määritellä strategia ja sen jälkeen siihen sopiva riskinottohalukkuus. Kokonaisvaltaisella riskienhallinnalla voidaan myös parantaa yrityksen sietokykyä kohdata muutoksia, koska etukäteen on pystytty tunnistamaan mahdollisia muutoksia ja ennakoimaan niihin. ERM soveltuu myös hyvin yhteen corporate governancen kanssa, koska se parantaa riskienhallinnan tasoa lähtien aina yrityksen hallituksesta asti. ERM ulottaa riskienhallinnan läpi koko yrityksen, jolloin siitä ei vastaa ainoastaan muutamat tietyt henkilöt yrityksessä, vaan kaikki osallistuvat sen toteuttamiseen. (Chapman 2011, 10-12)

Kokonaisvaltainen riskienhallinta minimoi operatiivisia yllätyksiä ja menetyksiä. Se auttaa myös allokoimaan paremmin resursseja sinne, missä niitä eniten tarvitaan. ERM huomioi, että riskillä voi olla positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia. Sen avulla voidaan myös tunnistaa mahdollisuuksia. Chapman (2011, 10-12) kokee lisäksi, että ERM parantaa yhtiön oppimista. Tunnistamalla riskejä ja kehittämällä niille hoitosuunnitelmia pystytään muuttamaan ajoissa yrityksen omia prosesseja, ettei uhkana pidettävät riskit realisoituisi. Kaikista merkittävimmät hyödyt näistä edellä mainituista ovat liiketoiminnan parantaminen, liiketoiminnan vaikuttavuuden lisääminen ja parempi riskiraportointi. (Chapman 2011, 10-12)

Pagach ja Warr (2010, 14-17) ovat tutkineet kokonaisvaltaisen riskienhallinnan vaikutuksia yhtiön pitkäaikaiseen suoriutumiseen. Tutkimuksessa tarkastellaan 106 yhtiön talouden mittareita kuten tuottojen volatilitteettia, osaketuottojen keskihajontaa ja oman pääoman tuottoastetta. Tutkimuksessa löydettiin jonkin verran todisteita siitä, että kokonaisvaltaisella riskienhallinnalla on positiivisia vaikutuksia yhtiön taloudelliseen tulokseen. Tutkimuksessa todetaan, että osaketuottojen keskihajonta väheni selvästi sen jälkeen yhtiöillä, jotka ottivat kokonaisvaltaisen riskienhallinnan käyttöön ja nimesivät yhtiöön riskienhallintajohtajan.

Power (2009, 845) on ottanut kantaa ERM:n mukaiseen riskienhallintaan 2008 alkaneen finanssikriisin jälkeen. Hänen mukaansa kokonaisvaltainen riskienhallinta saattaa olla tulevai-

suudessa enemmänkin oire kuin parannus yritysten riskienhallintaan. ERM:iin liitetty yrityksen riskinottohalukkuus nähdään keskittyvän liikaa rahalliseen määrittelyyn kuin ihmisten käyttäytymiseen tutkimiseen. Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan parantamisessa keskitytään usein riskienhallintakulttuurin ja hallinnon implementointiin, kun pitäisi keskittyä parantamaan riskinottohalukkuuden ymmärtämistä koko yhtiössä. Yhtiön kaikissa prosesseissa tulisi ymmärtää paremmin riskinottohalukkuus ja kuinka se toimii operatiivisten arvojen ja eettisten vaatimusten rajoissa. Kokonaisvaltainen riskienhallinta keskittyy liikaa numeeriseen tarkasteluun, vaikka pitäisi huomioida myös psykologiset tekijät. (Power 2009, 854)

Martin ja Power (2007, 9) ovat kritisoineet kokonaisvaltaisen riskienhallinnan tapaa ottaa huomioon kaikki yhtiötä kohtaavat riskit. Heidän mukaansa tämä johtaa prosesseihin, jotka byrokraattisia ja heikentävät muiden prosessien laatua, sillä kaikkien riskien tunnistaminen kasvattaa työmäärää. Toinen kritisoinnin kohde on kaksisuuntainen tiedonvaihto yhtiön sisällä jatkuvasti. Kaksisuuntaista tiedonvaihtoa riskeistä tulisi harjoittaa ainoastaan kiireellisten ja odottamattomien asioiden kohdalla, mutta tavallinen tiedottaminen riskeistä tulisi tapahtua alhaalta ylös. Jatkuva kaksisuuntainen tiedottaminen koetaan turhana, sillä pienemmistä riskeistä ylhäältä alas tiedottaminen on ajankäytöllisesti turhaa. Martinin ja Powerin (2007, 9) mukaan useat ERM-mallit kuten COSO antavat liian epärealistisen kuvan organisaatioiden toiminnasta. COSO tarjoaa heidän mukaansa riskienhallinnan prosessin, jossa korostetaan ylimmän johdon mukanaoloa ja ylhäältä alas kulkevaa vastuuta, vaikka pitäisi keskittyä enemmän ohjaamaan varsinaista riskienhallinnan prosessia. (Martin & Power 2007, 9)

2.5 Riskienhallinnan standardit

Riskienhallinta on kehittynyt valtavasti viimeisten reilun 20 vuoden aikana. Erilaiset organisaatiot ympäri maailmaa ovat luoneet omat riskienhallinnan viitekehyksensä. Tässä alaluvussa nostetaan niistä esille muutama eniten käytetty malli. Nämä ovat COSO:2004, IRM A Risk Management Standard ja OCEG “Red Book” 2.0.

Committee of Sponsoring Organizations (COSO) on vapaaehtoinen yksityisen sektorin organisaatio. Sen tehtävänä on ohjeistaa yrityksen johdon ja hallinnon yhteisöjä kohti tehokkaampaa, vaikuttavampaa ja eettisempää liiketoimintaa globaalilla tasolla. Organisaatio suosittelee, että yhtiöiden tulisi implementoida “Enterprise Risk Management” toimintaansa, jotta yhtiöllä olisi parempi näkemys riskeistään ja mahdollisuus suojata paremmin osakkeenomistajien ar-

voa. Vuonna 2004 COSO julkaisi oman viitekehyksensä riskienhallintaan. (Crickette ym. 2011, 9-10) COSO-viitekehys määrittelee kokonaisvaltaisen riskienhallinnan komponentit, esittää tärkeimmät ERM periaatteet ja konseptit, luo yhteisen riskienhallinnan kielen ja tarjoaa suoria ohjeita kokonaisvaltaiseen riskienhallintaan. COSO:n tarjoama konsepti sopii yrityksille ympäri maailmaa. (COSO 2015)

Institute of Risk Management (IRM) kehitti vuonna 2002 standardin riskienhallintaan. IRM:n mukaan riskienhallinta on keskeinen osa jokaisen yhtiön strategista johtamista. Kyseessä on prosessi, missä organisaatiot ottavat riskit huomioon toiminnassaan. Tarkoituksena on saavuttaa jatkuvia hyötyjä organisaation kaikissa toiminnoissa riskienhallinnan avulla. IRM:n mukaan hyvä riskienhallinta keskittyy tunnistamaan ja hoitamaan olennaisia riskejä, joilla voi olla negatiivisia tai positiivisia vaikutuksia. Standardi koostuu terminologiasta, riskienhallinnan prosessista, organisaation rakenteesta riskienhallintaan ja tavoitteista riskienhallintaan. Standardin terminologiassa on käytetty apuna ISO/IEC Guide 73 sanastoa riskienhallinnasta. Riskienhallinnan prosessi rakentuu organisaation strategisista tavoitteista, riskien arvioinnista (sisältää riskien tunnistamisen, analyysin ja arvioinnin), raportoinnista, päätöksenteosta, riskien hallintakeinoista, jäänne-riskien raportoinnista ja seurannasta. Lisäksi standardi antaa ohjeet riskienhallinnan funktiolle sisältäen sisäisen tarkastuksen ja riskienhallinnan implementoinnin organisaatioon. (IRM 2015)

Open Compliance & Ethics Group (OCEG) kehitti vuonna 2009 Governance, Risk Management and Compliance –mallin. Standardin keskiössä on GRC Capability –malli, mikä koostuu kahdeksasta eri elementistä. Elementit ovat konteksti ja kulttuuri, organisointi ja tarkkailu, arviointi, ehkäiseminen ja promoaminen, havaitseminen, tiedottaminen, vastaaminen ja seuranta sekä katselmointi. Useat standardit sisältävät samankaltaisen viitekehysten kuin GRC Capability –malli, mutta tässä mallissa annetaan kattavat ja yksityiskohtaiset ohjeet viitekehysten integrointiin. (GRC Blue Book 2015) Viitekehys voidaan jakaa vielä kahteen osaan. Nämä osat ovat “red book”, mikä sisältää yleiskatsauksen ja periaatteet GRC Capability –malliin. Toinen osa on “Burgundy Book”, mikä sisältää menettelytavat ja arvioinnin helpottamaan johtamista GRC –mallissa. Organisaation tulee olla OCEG:n jäsen, jotta se pääsee käsiksi malliin ja teknologisiin ratkaisuihin, joita OCEG tarjoaa. Kaiken kaikkiaan viitekehys tarjoaa keinot tutkimiseen, teknologiaan ja toiminnan parantamiseen. Viitekehys sopii parhaiten ohjesäännöiksi ja complianceen erityisesti suurille organisaatioille, joissa on paljon henki-

löstöä ja teknologisia lähteitä. Malli nojaa vahvasti integroituun teknologiseen sovellusalaan, jonka avulla riskejä voidaan arvioida ja muokata. (RIMS 2011, 5-8)

2.6 Riskienhallinnan maturiteettimalli

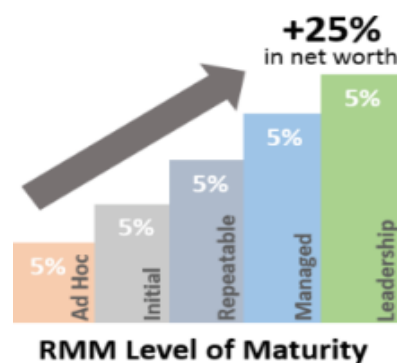
Yhtiöiden olisi mielekästä mitata riskienhallintansa tasoa, jotta riskienhallinta pysyisi tarkoituksen mukaisena ja kehittyisi. Tätä varten on kehitetty useita erilaisia mittaustapoja, joista käytetään myös nimitystä maturiteettimalli. Yksi ensimmäisistä riskienhallinnan maturiteettimalleista on Hillsonin (1997, 34) kehittämä Risk Maturity Model (*RMM*). Lisäksi useat kansainväliset konsultti- ja vakuutusmeklariyhtiöt kuten Deloitte, KPMG, McKinsey & Company, PwC, RIMS ja Aon, ovat kehittäneet omat mallinsa riskienhallinnan tason mittaamiseen eri yrityksissä. Näiden lisäksi kirjallisuudesta löytyy yrityksille sovellettavia malleja. Tässä alaluvussa käsitellään muutamia julkisesti saatavilla olevia malleja.

Hillsonin (1997, 34-35) mallissa tarkastellaan organisaation riskienhallinnan kulttuuria (*Culture*), prosessia (*Process*), kokemusta (*Experience*) ja soveltamista (*Application*). Mallissa organisaatiot voivat saavuttaa neljä eri tasoa riippuen siitä, kuinka hyvin riskienhallintaa toteutetaan. Tutkielman liitteessä yksi on esitetty Hillsonin riskienhallinnan maturiteettimallin osa-alueet tarkemmin. Riskienhallinnan kulttuurin osalta korkeimman tason saavuttaakseen organisaation tulee olla sitoutunut riskienhallintaan koko yhtiön osalta. Ennakoivaan riskienhallintaan kannustetaan ja siitä palkitaan. Jotta riskienhallinnan prosessi olisi kunnossa, organisaatioiden tulisi ottaa riskienhallinta mukaan kaikkiin yhtiön prosesseihin. Riskejä tulisi mitata jatkuvasti ja kehittämisestä tulisi saada palautetta. Korkeimman kokemuksen tason saavuttamiseen vaaditaan jatkuvaa koulutusta ja kaikilla työntekijöillä tulisi olla perustaidot riskienhallintaan. Riskienhallinnan soveltamisen korkeimmalla tasolla organisaatioiden tulisi tehdä kaikki päätöksensä ja raportointinsa riskiperusteisesti (*Risk-based*). (Hillson 1997, 34-39)

Aonin kansainvälinen maturiteettimalli rakentuu kymmenestä kohdasta. Nämä kohdat ovat: (1) hallituksen ymmärrys ja sitoutuminen riskienhallintaan, (2) johtotason riskienhallinnan hoitaminen, (3) riskikommunikointi, (4) riskikulttuuri, (5) riskien tunnistaminen, (6) sidosryhmien osallistuminen riskienhallintaan, (7) riskitieto ja päätöksentekoprosessi, (8) riskienhallinnan implementointi inhimillisen pääoman prosesseihin, (9) riskianalyysit ja määrittelyt, jotta ymmärretään riski ja demonstroidaan arvoa, (10) riskienhallinnan merkitys arvon luontiin. (www.aon.com, 2015a) Jokainen kohta sisältää kysymyksiä joiden perusteella yritykselle

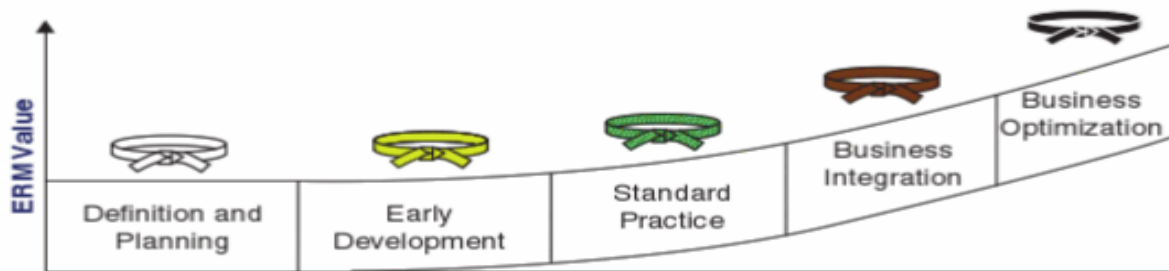
määritellään riskienhallinnan taso. Aon on määritelly viisi tasoa maturiteetille. Alimmalle tasolle kuuluvat yritykset, joiden riskienhallinta on siilomaista. Riskienhallinnan prosessin vaiheet ja osa-alueet ovat rajoittuneita ja ne ovat implementoitu Ad Hoc –periaatteella. Toisella tasolla yrityksen riskienhallinta on vielä epäjohtonmukaista. Riskienhallinnan tunnistaminen, käsittely, johtaminen ja tarkastelu ovat rajoittuneita. Kolmannella tasolla yritys ymmärtää siihen kohdistuvat merkittävimmät riskit ja se pystyy mittaamaan, hoitamaan ja tarkkailemaan näitä riskejä. Neljännellä tasolla yrityksellä on selkeä ymmärrys yrityksen merkittävimmistä riskeistä ja sillä on jatkuvaa toimintaa näiden riskien hoitamiseksi. Korkeimmalle, eli viidennelle tasolle päästäkseen yrityksen tulee kehittää kyky tunnistaa, mitata, hoitaa ja monitoroida riskejä. Riskienhallintaprosessin tulee olla dynaaminen ja mukautumiskykyinen uusia riskejä kohtaan. (www.aon.com, 2015b)

The Risk Management Society on luonut oman maturiteettimallinsa kokonaisvaltaisen riskienhallinnan mittaamiseen yrityksissä. Mallin tarkoituksena on tarjota mahdollisuutta vertailla omaa riskienhallintaa muihin parhaisiin käytäntöihin ja toimia opetusvälineenä. Alla olevasta kuvasta nähdään, että maturiteetti jaetaan mallissa viiteen tasoon: Ad Hoc, alustava, toistettava, hallittu ja johtava. Jokainen taso indikoi yrityksen menestymistä saavuttamalla liiketoiminnan tavoitteensa ja parantamalla suorituskyykyä läpi riskiperusteisen ajattelutavan. RIMS:n mukaan, mitä korkeampi maturiteetti yritykselle riskienhallinnassa on, sitä paremmin yritys selviytyy taloudellisesta suoriutumisestaan. Kyseinen maturiteettimalli sopii ERM viitekehukseen riippumatta siitä, mitä standardia yritys riskienhallinnassaan soveltaa. (www.rims.org, 2015) Kuviossa 4 esitetään Risk Management Societyn maturiteettimallin viisi edellä mainittua tasoa Ad Hocista johtajuuteen. Kuviosta 4 käy ilmi, että jokaisen tason saavuttaminen kasvattaa yrityksen nettotulosta 5 prosenttia.



KUVIO 4 RIMS maturiteettimalli

Lam (2014, 373) on myös kehittänyt Enterprise Risk Management maturiteettimallin. Malli tarjoaa eri toimialoille benchmarkia ERM:n käytännöistä. Maturiteetti on jaettu viiteen eri kategoriaan valkoisesta vyöstä mustaan vyöhön. Kuviossa 5 esitetään mallin viisi tasoa. X-akselilla havainnollistetaan riskienhallinnan tasoa ja y-akselilla havainnollistetaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan vaikutusta organisaation arvoon.



KUVIO 5 ERM maturiteettimalli Lamia (2014, 374) mukaillen

Mallin ensimmäiseen vaiheeseen pääsevät yritykset, jotka aloittelevat ERM:n käyttöä. Tällöin yritykset vasta järjestelivät resursseja ja määrittelyjä kokonaisvaltaista riskienhallintaa varten. Toisen tason yritys voi saavuttaa, kun se nimeää roolit ja vastuut henkilöille, jotka toteuttavat ERM:ää. Lisäksi yritysten olisi määriteltävä riskienhallinnan politiikka, tunnistettava riskit, tarjottava koulutusta riskien tunnistamiseen ja lisättävä riskienhallinnan tietoisuutta. Usein tällä tasolle pääseminen vaatii yritykseltä pari vuotta. Kolmannella tasolla yritysten riskianalyysit syvenyvät entisestään. Riskiarviointia tehdään nopeammassa syklissä ja riskien kvantitatiivista arviointia kehitetään. Tällä tasolle pääseminen voi viedä yhdestä kolmeen vuotta. Neljännelle tasolle päästäkseen yrityksen tulisi saada implementoitua ERM vahvasti yrityksen liikkeenjohtoon ja operatiivisiin prosesseihin. Koko yrityksen tulisi olla mukana riskienhallinnassa. Tällä tasolle pääseminen kestää noin kahdesta neljään vuotta. Viides eli korkein taso tarkoittaa sitä, että ERM:in avulla pystytään optimoimaan yrityksen menestymistä ja parantamaan sijoittajien luottamusta yritykseen. Tällöin olennaisina seikkoina ovat muun muassa ERM:n liittäminen strategiseen kehittämiseen ja suorittamiseen, yrityksen arvon maksimointia riskien arvioinnin avulla, tarjoamalla läpinäkyvyyttä riskeistä sijoittajille ja auttamalla asiakkaita hallitsemaan heidän riskejään. (Lam 2014, 373-376)

3 ISO 31000:2009 –STANDARDI

Tässä luvussa käsitellään kansainvälistä riskienhallinnan standardia ISO 31000:2009. International Organization for Standardization (ISO) on kansainvälinen standardoimisjärjestöjen liit-

to. Järjestö laatii standardit ISO:n teknisissä komiteoissa. Riskienhallinnan standardi ISO 31000:2009 on laadittu teknisen valiokunnan riskienhallintatyöryhmässä. (ISO 31000:2009 2011, 4) Vaikka kyseessä on standardi, ISO 31000:2009 ei ole tarkoitettu sertifioitavaksi organisaatioissa. Sen tarkoituksena on harmonisoida riskienhallintaprosessia kansainvälisesti. Standardi tarjoaa yhteisen lähestymistavan tukemaan muita olemassa olevia riskeihin ja sektoreihin liittyviä standardeja. Sen tarkoitus ei ole korvata aiemmin luotuja riskienhallintaan liittyviä standardeja. (www.iso.org, 2015) ISO 31000:2009 –standardin tarkoituksena on luoda riskienhallinnalle yhteinen sanasto, ansaintalogiikka, yksi yhteinen prosessi ja opastus sille, miten tämä prosessi tulisi integroida mihin tahansa organisaatioon (Purdy 2010, 881). Standardin vahvuutena nähdään se, että standardi tarjoaa uuden tavan määritellä riskeille omistajat yhtiön eri tasoilla. Standardi parantaa tuloksellisuutta ja vahvistaa kommunikointia yhtiössä. ISO 31000:2009 sopii erilaisille johtajille riippumatta siitä, ovatko he operatiivisten tai taloudellisten riskienhallintajohtajia. (Gjerdrum & Salen 2010, 43) Dalin ja Latjhan (2012, 1) mukaan standardi on käytössä laajasti ympäri maailmaa, mutta eniten G20 jäsenvaltioissa sekä BRICS maissa. He uskovat, että ISO 31000:2009 tulee olemaan suosittu riskienhallinnan standardi sellaisten sidosryhmien keskuudessa, joilla on intressejä riskienhallintaan. Lisäksi jotkin luottoluokittajat ovat alkaneet seurata, harjoittavatko yhtiöt kokonaisvaltaista riskienhallintaa toiminnassaan. ISO 31000:2009 pystyy tarjoamaan yhtiölle keinon selittää, miten riskienhallinta on suunniteltu ja implementoitu yhtiöön. (Dali & Latjha 2012, 5)

3.1 Periaatteet

Standardin periaatteet muodostuvat yhdestätoista kohdasta. Periaatteilla pyritään varmistamaan se, että riskienhallinta olisi vaikuttavaa ja sitä toteutettaisiin yhtiön kaikilla tasoilla (ISO 31000:2009 2011, 22). Standardin periaatteiden avulla nostetaan esille, mitkä asiat tekevät riskienhallinnasta tehokasta ja periaatteet tarjoavat perustan laadukkaalle riskienhallinnalle. Tehokas riskienhallinta parantaa yhtiön hyvää hallinnointitapaa, taloudellista raportointia ja sijoittajien luottamusta. Riskienhallinnan avulla pystytään parantamaan riskien tunnistamisen tietoisuutta koko yhtiössä ja tunnistetaan sekä positiivisia että negatiivisia riskejä. (Gjerdrum & Peter 2011, 8-9) Lukon (2013, 453) mukaan nämä periaatteet ovat melko laajoja ja ne ottavat huomioon myös eettisen näkökulman.

1. Riskienhallinta luo lisäarvoa ja säilyttää sen. Tämä perustellaan sillä, että riskienhallinta mahdollistaa yhtiön tavoitteiden saavuttamisen ja edesauttaa toiminnan tason kehittymistä,

kun huomioon otetaan tarkemmin muun muassa turvallisuuden, lakien ja viranomaisten vaatimukset. (ISO 31000:2009 2011, 22)

2. Riskienhallinta on olennainen osa kaikkia organisaation prosesseja. Riskienhallinnan tulisi olla osa yhtiön toimintoja ja prosesseja. Se voidaan liittää osaksi strategisen suunnittelun prosesseja ja kaikkien projektien ja muutoksenhallinnan prosesseja. Yhtiön johdon vastuualueisiin tulisi kuulua myös riskienhallinta. (ISO 31000:2009 2011, 22)

3. Riskienhallinta on osa päätöksentekoa. Riskienhallinnan avulla voidaan tehdä paremmin tietoisia valintoja, asettaa toimintoja tärkeysjärjestykseen ja erottaa vaihtoehtoisia toimintatapoja. Päätöksentekijät saavat näin tukea päätöksiinsä riskienhallinnan avulla. Riskienhallinnan osat tulisi olla edustettuina yhtiön tärkeimmissä päätöksentekoprosesseissa kuten päätöksistä pääomakohdentamisesta. (ISO 31000:2009 2011, 22-48)

4. Riskienhallinnan lähtökohtana on epävarmuuden huomioon ottaminen. Riskienhallinnassa tulisi ottaa huomioon epävarmuus, sen luonne ja käsittelymahdollisuudet. Jotta riskienhallinta sisältyisi täysin yhtiön hallintorakenteeseen, riskejä tulisi tarkastella sen kannalta, mikä vaikutus epävarmuudella on tavoitteisiin. (ISO 31000:2009 2011 22-50)

5. Riskienhallinta on järjestelmällistä, jäsenneltyä ja ajantasaista. Sillä, että riskienhallinta järjestettäisiin järjestelmällisesti, jäsennellysti ja ajantasaisesti, pyritään vaikuttamaan siihen, että tehokkuus lisääntyisi yhtiössä. Lisäksi toiminnan tulokset muuttuvat yhdenmukaisemmiksi, luotettavammiksi ja helpommin vertailtaviksi. (ISO 31000:2009 2011, 22)

6. Riskienhallinta perustuu parhaaseen saatavilla olevaan tietoon. Riskienhallintaprosessin tulisi perustua erilaisiin tietolähteisiin. Näitä tietolähteitä voivat olla sidosryhmien antama palaute, historiatiedot, kokemus, havainnot, ennusteet ja asiantuntijoiden näkemykset. Tietoa tulee tarkastella kriittisesti ja huomioon olisi otettava toisistaan poikkeavat näkemykset sekä tietoihin ja malleihin liittyvät rajoitukset. (ISO 31000:2009 2011, 22)

7. Riskienhallinta toteutetaan organisaation tarpeiden mukaan. Yhtiön olisi tärkeää sovittaa riskienhallinta yhteen yhtiön sisäisen ja ulkoisen toimintaympäristön kanssa sekä huomioida, että se on yhdenmukainen määritellyn riskiprofiilin kanssa. (ISO 31000:2009 2011, 24)

8. Riskienhallinta ottaa inhimilliset ja kulttuuriset tekijät huomioon. Tärkeää olisi tunnistaa yhtiön omien ja ulkopuolisten henkilöiden näkemykset, kyvyt ja aikomukset, joilla saattaa

olla merkitystä yhtiön tavoitteiden saavuttamiseen positiivisessa ja negatiivisessa mielessä. (ISO 31000:2009 2011, 24)

9. Riskienhallinta on avointa ja kattavaa. Yhtiön tulisi ottaa riskienhallintaan mukaan eri sidosryhmiä ja erityisesti yhtiön päätöksentekijöitä. Tällä tavoin varmistetaan, että riskienhallinta pysyy tarkoituksenmukaisena ja ajantasaisena, kun useampi henkilö on mukana siinä. Sidosryhmät pääsevät myös näin ollen osallistumaan riskikriteerien määrittelyyn. Kokouksia ja päätöksiä koskevista tallenteista tulisi käydä ilmi, että riskeistä on keskusteltu avoimesti. (ISO 31000:2009 2011, 24-48)

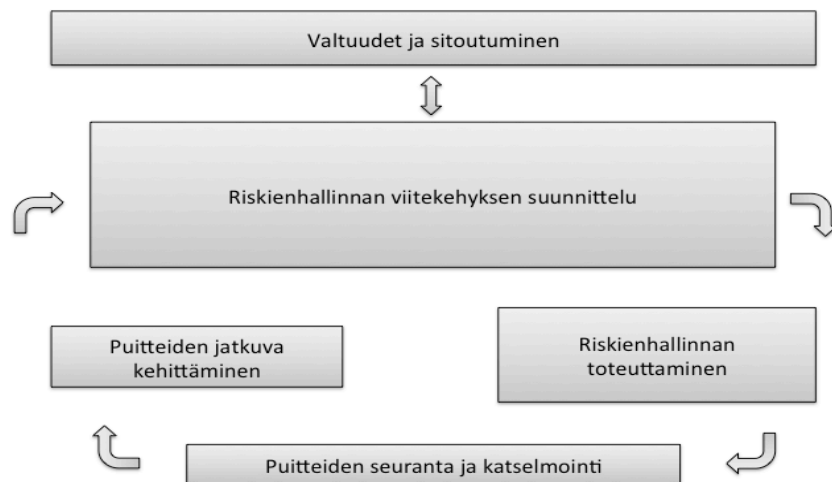
10. Riskienhallinta on dynaamista, toistuvaa ja muutoksiin reagoivaa. Riskienhallinta auttaa havaitsemaan muutoksia ja reagoimaan niihin viipymättä. Toimintaympäristö ja tietämys ovat jatkuvassa muutoksessa ja tällöin on tärkeää, että riskejä seurataan ja katselmoidaan. (ISO 31000:2009 2011, 24)

11. Riskienhallinta tukee organisaation jatkuvaa kehittämistä. Yhtiön tulisi luoda ja toteuttaa sellaisia strategioita, joilla myös niiden riskienhallintaa pystytään kehittämään muiden yhtiön osa-alueiden kanssa. (ISO 31000:2009 2011, 24)

3.2 Standardin viitekehys

ISO 31000:2009 viitekehyksen tarkoituksena on auttaa implementoimaan riskienhallinta organisaatioon (Airmic, Alarm, Irm, 2010). ISO 31000:2009 mukainen riskienhallinta lähtee liikkeelle siitä, että yhtiön tulisi sisällyttää riskienhallinta sen kaikkien tasojen toimintaan. Yhtiön johtamisrakenteiden vaikuttavuus ja järjestelyt vaikuttavat siihen, miten riskienhallinta tulee onnistumaan. Standardissa on määriteltä riskienhallinnalle oma viitekehys. Tämä viitekehyksen avulla pyritään varmistamaan, että riskienhallintaprosessissa ilmi tullut tieto riskistä ohjataan ja raportoidaan oikein sekä sitä tullaan käyttämään vastuiden ja päätöksenteon pohjana yhtiön kaikilla tärkeillä tasoilla. (ISO 31000:2009 2011, 28) Gjerdrumin ja Peterin (2011, 9) mukaan standardin viitekehys integroi riskienhallinnan koko yhtiöön. Viitekehys varmistaa, että koko yhtiön laajuinen prosessi on tuettu, toistuva ja tehokas. Tällä tarkoitetaan sitä, että riskienhallinta on aktiivinen osa hallintoa, strategiaa ja suunnittelua, raportointia, politiikkoja, arvoja ja kulttuuria.

Seuraavalla sivulla olevassa kuviossa kuusi esitetään riskienhallinnan viitekehys ISO 31000:2009 –standardin mukaisesti. Viitekehys rakentuu viidestä pääkohdasta, mitkä ovat valtuudet ja sitoutuminen, riskienhallinnan puitteiden suunnittelu, riskienhallinnan toteuttaminen, puitteiden seuranta ja katselmointi sekä puitteiden jatkuva kehittäminen. Viitekehysten avulla voidaan sisällyttää riskienhallinta osaksi yhtiön yleistä johtamisjärjestelmää. Sen tarkoituksena ei ole määrätä kuitenkaan johtamisjärjestelmän rakennetta, vaan nimenomaan oheistaa yhtiötä. (ISO 31000:2009 2011, 26) Kuvion nuolet osoittavat eri osa-alueiden yhteyden. Kuvio havainnollistaa sitä, että riskienhallinta on jatkuva prosessi, jota tulee seurata, katsoa ja kehittää jatkuvasti. Prosessi lähtee liikkeelle valtuuksista ja sitoutumisesta. Tämän jälkeen siirrytään riskienhallinnan viitekehysten suunnitteluun, josta mennään riskienhallinnan toteuttamiseen, puitteiden seurantaan ja katselmointiin sekä jatkuvaan kehittämiseen.



KUVIO 6 ISO 31000:2009 riskienhallinnan viitekehys

Riskienhallinnan vaikuttavuus perustuu johdon sitoutumisen tasolle sekä strategiselle ja perustellulle suunnittelulle, jotta kaikki yhtiön tasot sitoutuisivat riskienhallinnan toteuttamiseen. Yhtiön johdon tulisi olla mukana riskienhallintatyössä. Johdon tulisi määrittää yhtiön riskienhallintapolitiikka ja tämän lisäksi varmistaa, että politiikka on yhdenmukainen organisaation kulttuurin kanssa. Myös riskienhallinnan tavoitteiden tulisi olla samassa linjassa yhtiön strategian ja muiden tavoitteiden kanssa. Johdon tehtävänä on myös varmistaa, että viranomaistaatimukset ja lait täyttyvät riskienhallinnan osalta. Riskienhallintaan tulisi varata riittävät resurssit ja nimetä yhtiön eri tasoilla riskienhallinnasta vastaavat tahot. Johdon tulisi tiedottaa riskienhallinnan eduista kaikille sidosryhmille. Tärkeää on myös varmistaa, että riskienhallinnan puitteet pysyvät tarkoituksenmukaisina. (ISO 31000:2009 2011, 26-28) Nämä kaikki tekijät vahvistavat sitoutumista riskienhallintaan.

Riskienhallinnan viitekehyksen suunnittelussa tärkeään asemaan nousevat yhtiön ja sen toimintaympäristön määrittäminen, riskienhallintapolitiikan määrittäminen, vastuiden ja velvollisuuksien jako, riskienhallinnan sisällyttäminen yhtiön prosesseihin, resurssien selvittäminen ja viestinnän raportointimallien luominen. (ISO 31000:2009 2011, 26-32) Predan (2012, 62-63) mukaan yhtiön tulisi ottaa viitekehyksen suunnittelussa huomioon sen hetkiset parhaat käytännöt riskienhallinnassa. Avainasemassa tulisi olla riskienhallinnan politiikka ja prosessi. Suunnitteluvaiheessa tulee pitää mielessä, että viitekehyksen tavoitteena on nopeampi ja parempi kommunikointi päätöstentekijöiden ja sidosryhmien välillä. Viitekehyksen määrittelyllä pyritään välttämään turhaa monimutkaisuutta ja kustannuksia riskienhallinnan prosessissa. (Preda 2012, 63)

Riskienhallinnan toteuttamisessa huomioon olisi otettava riskienhallinnan viitekehyksen toteuttaminen ja riskienhallintaprosessin toteuttaminen. Viitekehystä tarkasteltaessa yhtiön tulisi määritellä sopiva aikataulu ja strategia viitekehyksen toteuttamiselle. Sen tulisi soveltaa riskienhallintapolitiikkaa ja –prosesseja yhtiön prosesseihin. Riskienhallintaprosessin tulee olla yhdenmukainen riskienhallintasuunnitelman kanssa. (ISO 31000:2009 2011, 26-32) Viitekehys tulisi implementoida ylhäältä alas -menetelmällä, missä riskienhallintaosaston tulisi ottaa avainrooli. Riskienhallinnan viitekehyksen implementoinnissa vastuussa tulisi olla henkilöitä, jotka ovat siihen koulutuneita ja heillä olisi oltava riittävät keinot ja työkalut implementointiin. (Preda 2012, 63)

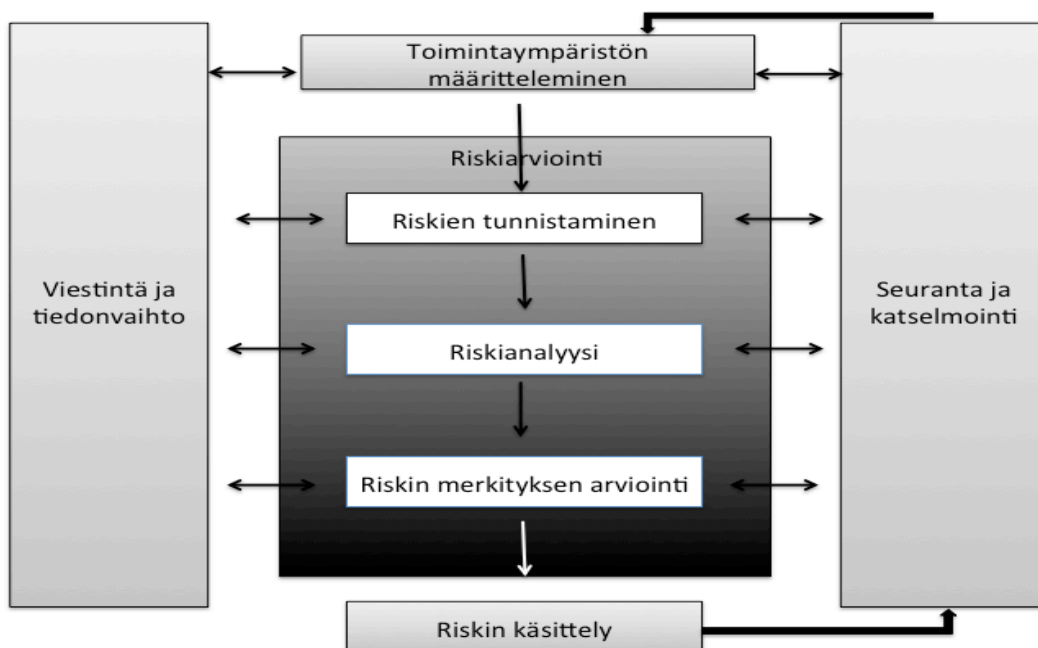
Puitteiden seurannan ja katselmoinnin tehtävänä on varmistaa, että yhtiön riskienhallinta on vaikuttavaa ja sen tulee tukea jatkuvasti yhtiön suorituskykyä. Yhtiön tulisi mitata riskienhallinnan tasoa ja verrata sitä erilaisiin indikaattoreihin. Säännöllisesti olisi myös mitattava riskienhallintasuunnitelman toteutumista ja mahdollisia poikkeamia siitä. Riskienhallinnan puitteita, riskienhallintapolitiikkaa ja –suunnitelmaa olisi katselmoitava säännöllisesti, jotta nämä pysyisivät ajankohtaisina. Raportointi on lisäksi keskeinen osa puitteiden seuranta ja katselmointia. Riskeistä, riskienhallintasuunnitelmasta ja riskipolitiikasta tulisi raportoida säännöllisesti. Myös riskienhallinnan viitekehyksen vaikuttavuutta tulee katselmoida jatkuvasti. (ISO 31000:2009 2011, 32)

Puitteiden jatkuva kehittämisen lähtökohtana on, että seuranta ja katselmointi on kunnossa. Seurannan ja katselmoinnin tulosten perusteella tulee päättää, miten riskienhallinnan viitekehystä, riskienhallintapolitiikkaa ja –suunnitelmaa pitäisi kehittää. Nämä päätökset ohjaavat

myös yhtiön riskienhallinnan ja riskienhallintakulttuurin kehittymistä. (ISO 31000:2009 2011, 32-34) Predan (2012, 62) mukaan riskienhallinnan viitekehykseen tehtävien muutosten tulee aina johtaa riskienhallinnan parantamiseen. Yhtiön tulisi panostaa riskienhallintaan itselleen sopivan verran. Pienemmissä yhtiöissä resurssit riskienhallinnan järjestämiselle voivat olla pienemmät kuin esimerkiksi suurissa pörssiyhtiöissä, joissa vaatimuksetkin riskienhallinnalle ovat tiukemmat. Tämän vuoksi jokaisen yrityksen tulisi soveltaa riskienhallinnan standardeja itselleen sopivassa määrin.

3.3 Riskienhallinnan prosessi

ISO 31000:2009 määrittelee, että riskienhallinnan prosessin tulisi olla osa johtamista. Sen tulisi olla jalkautettu yhtiön organisaatiokulttuuriin ja käytäntöihin. Lisäksi riskienhallinnan prosessin pitäisi olla mukautettu yhtiön liiketoimintaprosesseihin sopivaksi. (ISO 31000:2009 2011, 34) Lukon (2013, 453) mukaan prosessin avulla näytetään pääkohdat, miten riskienhallinnan tulisi toimia käytännössä. Toisella sivulla olevassa kuviossa 7 on esitetty tämä prosessi yksinkertaistetusti ISO 31000:2009 –standardia mukaillen. Kuviossa olevat nuolet havainnollistavat eri osa-alueiden yhteyksiä toisiinsa. Kuvioista myös käy ilmi, että riskienhallinnan prosessi on jatkuvassa liikkeessä ja prosessissa tulee huomioida koko ajan tiedonvaihto ja viestintä sekä seuranta ja katselmointi. Kuvion keskellä on esitetty riskiarviointi, johon kuuluu riskien tunnistaminen, riskianalyysi ja riskin merkityksen arviointi.



KUVIO 7 ISO 31000:2009 Riskienhallinnan prosessi

Prosessi lähtee liikkeelle kohdasta viestintä ja tiedonvaihto. Koko riskienhallintaprosessin ajan yhtiön olisi viestittävä sen sisäisten ja ulkoisten sidosryhmien kanssa. Tätä varten yhtiön on luotava tiedonvaihtoa ja viestintää koskeva suunnitelma. Suunnitelmassa tulisi käydä ilmi riskeihin liittyviä kysymyksiä, syitä riskeille, seurauksia ja toimenpiteitä, miten riskien kanssa toimitaan. Vaikuttavalla tiedottamisella pyritään siihen, että riskienhallintaprosessista vastaavat henkilöt ja sidosryhmät ymmärtäisivät päätöksenteon perusteet ja toimenpiteiden tarpeen. Sidosryhmät tekevät olettamuksia organisaation riskeistä perustuen omiin näkemyksiin ja olettamuksiin. Tämän vuoksi on ensiarvoisen tärkeää, että organisaatiot viestivät ja vaihtavat tietoa sidosryhmiensä kanssa. (ISO 31000:2009 2011, 36) Yhtiöt voivat vaikuttaa paljon siihen, millaisen kuvan sidosryhmät muodostavat yhtiöstä tiedottamalla ja viestimällä avoimesti sekä totuudenmukaisesti. Puhuttaessa pörssiyhtiöistä, ulkoisen raportoinnin merkitys korostuu selvästi, sillä yhtiö on julkisen kaupankäynnin kohteena. Sijoittajien tulee pystyä muodostamaan mahdollisimman oikea kuva yhtiön todellisesta tilanteesta ja tällöin avoin sekä totuudenmukainen tiedonvaihto on tärkeää.

Toimintaympäristön määrittämisellä pyritään siihen, että yhtiö tietää tavoitteensa riskienhallinnassa ja pystyy ilmaisemaan nämä tavoitteensa (Luko 2013, 453). Määrittelyssä tulisi selvittää riskienhallinnan kannalta merkittävimmät sisäiset ja ulkoiset muuttujat sekä jäljellä olevan prosessin laajuus ja riskikriteerit. Sisäisellä toimintaympäristöllä tarkoitetaan ympäristöä, jossa yhtiö pyrkii saavuttamaan tavoitteensa. Lähtökohtana on, että riskienhallintaprosessin tulisi olla yhdenmukainen organisaatiokulttuurin, yhtiön strategian, prosessien ja rakenteen kanssa. Yhtiön omat tavoitteet määrittelevät sen, millainen toimintaympäristö riskienhallinnalle annetaan. On tärkeää selvittää esimerkiksi, kuinka paljon yhtiöllä on resursseja ja voimavaroja riskienhallinnan järjestämiseen. (ISO 31000:2009 2011, 34-40) Lukon (2013, 453) mukaan ulkoisen toimintaympäristön määrittämisellä pyritään saamaan selville ne tekijät, jotka voivat vaikuttaa yhtiön tavoitteiden saavuttamiseen. Ulkoinen toimintaympäristö kuvaa nimensä mukaisesti yhtiötä ympäröivää todellisuutta. Ympäristö sisältää muun muassa viranomaisten vaatimuksia, lakeja ja sidosryhmien näkemyksiä. Yhtiön tulisi selvittää kansallinen, kansainvälinen tai alueellinen yhteiskunta, jossa se toimii. (ISO 31000:2009 2011, 34-40) Juvosen ym. (2014, 18) mukaan ulkoista toimintaympäristö voidaan kutsua myös liiketoimintaympäristöksi. Tällöin huomioon tulisi myös ottaa kumppanuussuhteet ja mahdolliset vallitsevat sekä nousevat trendit. Sisäisen toimintaympäristön määrittelyssä tulisi ottaa huomioon yhtiön kulttuuri, prosessit, hierarkia ja strategia. Ottamalla nämä tekijät huomioon, yhtiö pystyy hallitsemaan ja johtamaan riskejä huomioiden kaikki ulottuvuudet ja toiminnot.

(Juvonen ym. 2014, 18) Riskienhallintaprosessin selvittäminen on olennainen osa toimintaympäristön määrittelyä. Yhtiön tehtävänä on kuvata riskienhallintaprosessinsa ja määritellä tarvittavat resurssit, vastuut, valtuudet ja tallenteet. Toimintaympäristön määrittämiseen kuuluu lisäksi riskikriteerien selvittäminen. Kriteerejä käytetään riskien merkityksen arvioinnissa. Kriteerien tulisi sopia yhtiön arvoihin tavoitteisiin ja resursseihin. Osa kriteereistä saattaa olla lakiin ja viranomaisiin kytköksissä, jolloin yhtiön on ensisijaisesti noudatettava niitä. (ISO 31000:2009 2011, 34-40)

Riskiarvioinnin avulla organisaatio vahvistaa tiedon riskeistään ja epävarmuustekijöistään (Aimic, Alarm, Irm, 2010). Riskiarviointi rakentuu riskien tunnistamisesta, riskianalyysistä ja riskien merkityksen arvioinnista. Aiemmalla sivulla olevassa kuviossa nämä ovat merkitty prosessin keskelle. Arvioinnissa lähdetään liikkeelle siitä, että selvitetään millaisia riskejä yhtiöllä voi olla. On siis tunnistettava riskien lähteet, vaikutusalueet, tapahtumat ja ennen kaikkea niiden syyt ja seuraukset. Yhtiön tulisi luoda kattava luettelo mahdollisista riskeistä. Riskit voivat mahdollistaa tai estää tavoitteiden saavuttamisen, joten myös positiiviset riskit tulisi huomioida. Riskien tunnistamiseen tulisi sisällyttää myös erityisseurausten kerrannaisvaikutusten tarkastelu. Riski voi toteutuessaan aiheuttaa monenlaisia seurauksia. Kun yhtiö on saanut määriteltä mahdolliset riskit, tämän jälkeen siirrytään riskianalyysiin. Riskianalyysissä muodostetaan käsitys selvitetystä riskistä. Siinä selvitetään millainen merkitys riskillä on, tarvitseeko riskiä käsitellä jotenkin ja mitkä olisivat potentiaalisimmat riskienkäsittelystrategiat ja – menetelmät. (ISO 31000:2009 2011, 40-42) Lukon (2013, 454) mukaan analyysi voidaan tehdä kvalitatiivisesti tai kvantitatiivisesti riippuen riskistä. Tärkeää on myös tapahtumisen todennäköisyyden selvittäminen. Seurauksiin ja tapahtumien todennäköisyyksiin liittyvät tekijät tulisi tunnistaa ja määritellä. Määrittely voidaan tehdä esimerkiksi mallintamalla tapahtuman tai tapahtumasarjan tulokset. Seuraukset voidaan ilmoittaa aineettomien tai aineellisten vaikutusten avulla. (ISO 31000:2009 2011, 40-42) Seuraukset ja todennäköisyydet ilmoitetaan usein käyttämällä erilaisia matemaattisia malleja, mutta ne voidaan myös ilmaista aiemman kokemuksen perusteella tai saatavilla olevan datan avulla (Luko 2013, 454). Viimeinen kohta riskiarvioinnissa on riskien merkitysten arviointi. Riskianalyysin tulosten perusteella tehdään päätökset, mitä riskejä tulisi käsitellä ja mikä on käsittelyn toteuttamisen tärkeysjärjestys. Tässä vaiheessa tulisi verrata jo aiemmin toimintaympäristön määrittämisessä luotuja riskikriteerejä analyysiprosessin aikana havaittuun riskitasoon. Vertailun perusteella yhtiö pystyy päättämään riskien käsittelyn tarpeesta. (ISO 31000:2009 2011, 40-42) Riskianalyysin tulosten avulla yhtiö voi rakentaa oman riskiprofilinsa, jossa annetaan luokitus riskien

merkittävyydelle. Riskiprofiili tarjoaa lisäksi keinon priorisoida riskien hallitsemisen työskentelyä. Jokainen riski siis asetetaan tärkeysjärjestykseen. (Aimic, Alarm, Irm, 2010)

Viestinnän, toimintaympäristön määrittämisen ja riskiarvioinnin jälkeen yrityksen tulisi siirtyä varsinaiseen riskin käsittelyyn. Riskin käsittely esitetään kuviossa yksi omana laatikkonaan erillään riskiarvioinnista. Riskejä voidaan käsitellä usealla eri tavalla. Tärkeintä on kuitenkin valita sopiva riskienkäsittelytapa tietylle riskille. Riskien käsittely on jatkuva prosessi. Tähän vaiheeseen kuuluu riskien käsittelyn arviointi, jäännösriskien tason sopiminen, uudelleen riskien käsittelyn aloittaminen ja lopulta riskien käsittelyn vaikuttavuuden arviointi. Riskejä voidaan käsitellä seuraavilla tavoilla:

- Poistetaan riskin lähde
- Muutetaan riskin todennäköisyyttä
- Säilytetään riski tietoon perustuvalla päätöksellä
- Jaetaan riski toisen osapuolen kanssa
- Muutetaan riskin seurausta
- Torjutaan riskiä päättämällä olla jatkamatta tai aloittamatta riskiä aiheuttavaa toimintaa
- Otetaan enemmän riskiä jonkin mahdollisuuden hyödyntämisen takia

Valitessaan sopivaa riskienhallintakeinoa, yhtiön tulisi toimia lakien ja sääntelyn mukaisesti. Organisaatioiden tulisi ymmärtää, miten lakeja sovelletaan omiin hallintajärjestelmiin. Yhtiön on myös hyvä muistaa, että jotkin riskit kuten yrityksen maine, ovat hankalasti hallittavissa. (Aimic, Alarm, Irm, 2010)

Viimeisenä riskienhallinnan prosessikaaviossa on seuranta ja katselmointi. Seurannan ja katselmoinnin tulisi sisältää jatkuvia tarkastuksia tai valvontaa. Seuranta- ja katselmointiprosessin tulisi kattaa kaikki riskienhallintaprosessien vaiheet aina viestinnästä riskien käsittelyyn asti. Tämä muun muassa siksi, että varmistetaan hallintakeinojen vaikuttavuus sekä saadaan lisäinformaatiota ja voidaan parantaa riskin arviointia. Tulokset tulisi tallentaa ja niistä olisi hyvä raportoida sisäisesti ja ulkoisesti. (ISO 31000:2009 2011, 46) Seurantaa ja katselmointia tulisi suunnitella ja niille tulisi asettaa omat vastuuhenkilöt, jotta nämä toiminnot olisivat tehokkaita (Luko 2013, 454). Ei siis riitä, että valvontaan tehtyjä toimenpiteitä, vaan tulisi tar-

kastella koko riskienhallintaa ja raportoida tästä. Bharathyn ja McShanen (2015, 41) mukaan jatkuvan seurannan ja katselmoinnin avulla voidaan helpottaa riskienhallinnan prosessia tulevaisuudessa, kun aiemmat hyvät ja huonot menettelytavat ovat tiedossa.

3.4 ISO 31000:2009 kohdistuva kritiikki

Viimeisen reilun 20 vuoden aikana on kehitetty lukuisia oppaita ja standardeja riskienhallintaan, jotka on tehty samankaltaisesti kuin ISO 31000. Leitchin (2010, 889) mukaan aiemmissa standardeissa ja ohjeissa on noussut usein esille samanlaiset heikkoudet, joita ovat olleet muun muassa päätökset riskien hoitokeinoista, riskien luokittelusta ryhmiin ja riskin positiivinen vaikutus. Nämä samat kysymykset nousevat esille myös ISO 31000:2009 –standardissa. Standardia arvostellaan siitä, että riskienhoitokeinoihin liittyvä päätöksentekomalli on epälooginen. Riskienhallintakeinojen valinta rakentuu viidestä kohdasta:

1. Riskikriteerien määritteleminen
2. Riskien arviointi ja tunnistaminen
3. Riskitason vertaaminen riskikriteereihin ja toimenpiteiden päättäminen.
4. Riskien toimenpiteiden vertaaminen, jos sellaisia tarvitaan. Valitse sellainen hoitokeino, joka pienentää riskin siedettävälle tasolle.
5. Sopivimman riskienkäsittelytavan valitseminen kustannusten ja työmäärän perusteella, jos hallintakeinoja on jo aiemmin tarkasteltu.

Tässä listauksessa kohdissa neljä ja viisi on havaittavissa epä johdonmukaisuutta. Standardi näyttäisi ottavan kantaa vain sellaisiin riskeihin, joita tulee pienentää. Sellaiset riskit, jotka ovat jo valmiiksi siedettävällä tasolla, jäävät standardin mukaan tarkastelun ulkopuolelle uusien hallintakeinojen suhteen, vaikka uudet hallintakeinot voisivat tuoda kustannussäästöjä. (Leitch 2010, 889-890)

Toinen kritisoinnin kohde on riskien luokittelu erilaisiin ryhmiin. Ohjeet ja standardit ovat antaneet melko vapaat ohjeistukset siitä, miten valita erilaisten analyysien välillä tai miten kontrolloida riskien luokittelua ryhmiin. Tämä on johtanut siihen, että riskejä voidaan hoitaa hyvin erilailla riippuen siitä mihin ryhmiin ne on luokiteltu. ISO 31000:2009 ei myöskään neuvo tarkasti riskien yhdistelemisestä. Standardissa kuitenkin otetaan kantaa siihen, että riskikriteerit voivat koskea useampaa riskiä samaan aikaan. Standardissa yksinkertaistetaan, että

kaikki riskit ovat luonnollisia omia ilmiöitä ja näin ollen riski itsessään määrittelee itsensä. Muiden tehtäväksi jää ainoastaan tunnistaa nämä riskit ja kuvata ne. (Leitch 2010, 890)

Kolmantena kritiikin kohteena on riskien tuleman näkeminen positiivisena. ISO 31000:2009 -standardissa määritellään, että yrityksen tulisi tunnistaa myös riskit, joilla on positiivisia vaikutuksia. Tämä ajatus toimii hyvin esimerkiksi osakemarkkinoilla, jossa riskin kääntyminen on merkittävässä roolissa. Standardi kuitenkin painottaa kaikesta huolimatta ohjeistusta siitä, miten riskejä tulisi hoitaa, jos niillä on negatiivinen vaikutus. Siinä ei siis anneta suoraan ohjeistusta siihen, miten positiivisten seurausten kanssa tulisi toimia. Jotkin riskit voivat tuottaa positiivisia ja negatiivisia seurauksia, mutta on olemassa myös sellaisia riskejä, joiden seuraus on ainoastaan negatiivinen. Tällaisille riskeille tulisi olla erilaiset ohjeistukset. (Leitch 2010, 889-890)

Neljäntenä kohta Leitch (2010, 890) määrittelee yhdenmukaisuuden puuttumisen. Useissa riskienhallinnan standardeissa on ollut ongelmana se, onko riskienhallinnan prosessi monotoninen vai koostuuko se useammista prosesseista, jotka koostuvat omista tapaamisista, tekniikoista, dokumenteista ja aikatauluista. ISO 31000:2009 –standardi ymmärtää prosessin joissain tapauksissa yhtenä isona prosessina, jossa huomioon otetaan koko organisaatio. Toisaalta standardissa mainitaan, että riskienhallinnan prosessia tulee soveltaa organisaation eri tasoilla. Tämän perusteella syntyy hieman epämääräisen kokonaiskuvan prosessista. (Leitch 2010, 891)

4 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

Yrityksen arvonnäilytykseen on olemassa useita erilaisia tapoja. Myös arvo käsitteenä voidaan ymmärtää monilla erilaisilla tavoilla. (Bernström 2014, 9) Tässä luvussa esitellään muutamia tunnetuimpia yrityksen arvonnäilytyksen malleja sekä erilaisia arvoja kuten kirja- ja markkina-arvo. Lisäksi esitetään kvalitatiivisia tekijöitä, joilla voi olla vaikutusta yrityksen arvoon. Fernándezin (2002, 22-48) mukaan yrityksen arvoa voidaan määrittää neljällä eri tavalla. Nämä tavat ovat tase-, tuloslaskelma-, liikearvo- ja kassavirtojen diskonttausperusteinen tapa. Sopivan tavan valinta riippuu yhtiöstä, sen toimialasta ja maan kehityksen tasosta, jossa yhtiö toimii. Usein esimerkiksi teollisten ja kaupallisten yritysten arvonnäilytyksessä

voidaan käyttää apuna taloudellisiin tunnuslukuihin perustuvaa analyysiä kuten hinta/myynti tai hinta/kassavirta. (Fernández 2002, 22)

Bretonin ja Tafflerin (2001, 91) mukaan tilinpäätöksistä ja osavuositarkastuksista saatava taloudellinen informaatio on hyvin tärkeää yrityksen arvoa analysoiville analyytikoille, mutta myös muu kvalitatiivinen informaatio on merkittävää. Analyttikot tarvitsevat arvonmäärityksen avuksi myös tietoa muun muassa yrityksen johdosta, strategiasta ja toimintaympäristöstä. (Breton & Taffler 2001, 91) Yrityksen riskienhallinnan informaatiota on saatavilla yritysten osavuositarkastuksissa ja tilinpäätöksissä. Myös tämä informaatio voi toimia arvonmäärityksen apukeinona. Perinteisessä tilinpäätösanalyysissä pyritään siihen, että tilinpäätöksestä saadaan muokattua standardisoitu tuloslaskelma ja tase. Aineistona toimii kohdeyrityksen tase, tuloslaskelma ja liitetiedot, mutta myös toimintakertomus on tilinpäätösanalyysin kohteena. Taseen ja tuloslaskelman standardoinnissa liitetiedoilla ja toimintakertomuksella on keskeinen merkitys. (Leppiniemi & Lounasmeri 2016)

4.1 Taseperusteinen malli

Taseperusteisten metodien avulla pyritään määrittelemään yritykselle arvoa arvioimalla yrityksen varoja ja velkoja. Kyseinen malli ei ota huomioon yrityksen tulevaisuuden muutoksia, vaan keskittyy tarkastelemaan rahan tämän hetkistä arvoa. Malli ei myöskään huomioi esimerkiksi toimialan tilannetta, henkilöstön muutoksia, organisaation ongelmia tai sopimuksia, sillä nämä eivät tule ilmi taseesta. Tasetta voidaan tutkia eri arvojen avulla. Näitä arvoja ovat muun muassa kirja-arvo, oikaistu kirja-arvo ja likvidaatioarvo. (Fernández 2002, 24) Knüpferin ja Puttosen (2012, 88-95) mukaan kirja-arvo päivittyy jokaisen julkistetun taseen yhteydessä ja markkina-arvo vaihtelee pörssiyrityksillä kysynnän ja tarjonnan mukaan pörssissä päivittäin. Kirja-arvo kuvaa yritykseen sijoitettujen varojen ja aikaisempien kertyneiden voittojen summaa. Se on pääosin menneisyyteen perustuva muuttuja ja sen laskutavat saattavat vaihdella tilinpäätöskäytännöistä riippuen. (Knüpfer & Puttonen 2012, 88-95) Oikaistulla kirja-arvolla pyritään poistamaan kirja-arvosta sellaiset laskennalliset virheet, jotka ovat syntyneet tietyistä kirjanpidon käytännöistä. Kun varojen ja velkojen arvot vastaavat markkina-arvoa, saadaan oikaistu nettoarvo. Likvidaatioarvo saadaan, kun yrityksen varat on myyty ja velat on maksettu pois. Kyseinen arvo lasketaan vähentämällä yrityksen likvidit kustannukset (muun muassa verot ja irtisanomispalkat) oikaistusta nettoarvosta. Tätä metodologiaa voidaan käyttää ainoastaan hyvin ainutlaatuisissa tilanteissa. (Fernández 2002, 26)

4.2 Tuloslaskelmaperusteiset mallit

Tuloslaskelmaperusteiset metodit perustuvat nimensä mukaisesti yrityksen tuloslaskelmasta saatavaan informaatioon. Yrityksen arvo muodostuu tällöin saatavien suuruudesta, myynneistä ja muista indikaattoreista. Erilaisia tuloslaskelmaperusteisia metodeja arvonmäärittämisessä ovat saatavien arvo P/E, pääoman arvo, myynnin kertaantuminen ja muut kertaantumiset. (Fernández 2002, 27) Brilliantin ja Collinsin (2014, 95) mukaan Pörssiyritysten arvonmäärittämisessä käytetään hyvin usein apuna arvostuslukuun perustuvaa analyysiä, joka on yleinen ja helppo käyttää. Yksi yleisimmistä metodeista on P/E –luku. Myös muita arvostusluku-perusteisia tapoja käytetään paljon kuten hinta/myynti, hinta/kassavirta ja hinta/kirja-arvo. Näiden metodien heikkoutena on usein se, että jos tuottojen odotetaan muuttuvan merkittävästi seuraavana vuonna, nämä mallit eivät ota sitä huomioon. (Brilliant & Collins 2014, 95) P/E, eli Price per Earnings Ratio voidaan kuvata seuraavalla kaavalla 1:

$$(1) \quad \frac{\text{Osakkeen pörssikurssi}}{\text{Osakekohtainen tulos}}$$

P/E –luvulla tarkoitetaan yllä olevan kaavan mukaisesti osakkeen hinnan suhdetta osakekohtaiseen voittoon. Luku auttaa avaamaan, kuinka monen vuoden osakekohtainen tuotto tarvittaisiin nykyisellä tuottotasolla osakkeen hinnan kuolettamiseen. Jos P/E –luku on poikkeuksellisen korkea, tulee pystyä päättämään, onko kyse hyvistä tulevaisuuden odotuksista vai ylihinnoittelusta. Jos luku on alhainen, tulee pystyä päättämään, onko osake alihinnoiteltu vai onko yrityksellä jotain ongelmia. P/E –kaavaa on mahdollista vielä jatkaa, jolloin osakekohtainen tulos kerrotaan yrityksellä ominaisella P/E –luvulla. Tällöin saadaan osakkeen hinta. (Leppiniemi & Lounasmeri 2016)

Toinen esimerkki tuloslaskelmaperusteisesta tunnusluvusta on pääoman arvo (equity value):

$$(2) \quad PV = \frac{CF_1}{r - g}$$

jossa

PV on nykyarvo

CF_1 on yhden periodin päästä saatava ensimmäinen kassavirta

r on tuottovaatimus

g on kassavirtojen tuotto-%

Tämän metodin mukaan osakkeen arvo on osinkojen nettonykyarvo, joka siitä odotetaan saatavan. Kaavassa 2 on huomioitu se, että kassavirrat kasvavat joka periodi jollain tietyllä vakioprosentilla. Kassavirrat ei itse ole vakioita, mutta kassavirtojen kasvuprosentti on vakio. (Knüpfer & Puttonen 2012, 80) Fernándezin (2002, 30) mukaan yhtiöt, jotka maksavat enemmän osinkoja suhteutettuna tuotto prosenttiin, eivät saa yhtä suurta kasvua osakkeen hintaan kuin yhtiöt, jotka maksavat pienempiä osinkoja. Kolmas tuloslaskelmaan perustuva arvonmäärittämismetodi perustuu myynteihin. Kyseinen laskentatapa voidaan esittää yksinkertaistetusti seuraavasti:

$$(3) \quad \frac{P}{S} = \frac{P}{E} \times \frac{E}{S}$$

jossa

P on hinta

S on myynnit

E on tulos

4.3 Liikearvoon perustuvat mallit

Yrityksen arvoa voidaan määritellä myös liikearvoon (*Valuation Multiples*) perustuvien metodien avulla. Liikearvolla tarkoitetaan arvoa, joka jää jäljelle kirja-arvon ja korjatun kirja-arvon jälkeen. Liikearvo käsittää yhtiön aineettomat hyödykkeet kuten brändin, strategiset liittoutumat ja toimialajohtajuuden. Liikearvon mittaaminen on kuitenkin hyvin hankalaa, sillä ei ole olemassa tarkkoja määritelmiä ja teorioita, kuinka sitä voidaan mitata. Klassisessa ajattelussa oletetaan, että yrityksen arvo on yrityksen nettovarallisuus + liikearvo. Usein liikearvo arvostetaan kertomalla jollakin kertoimella yrityksen nettovarallisuus:

$$(4) \quad V = A + (n \times B)$$

jossa

V on yrityksen arvo

A on nettovarallisuuden arvo

n on kerroin 1,5-3 väliltä

B on nettotulo

Usein tätä metodologiaa käytetään teollisuuden yritysten arvioimisessa. Kaavaa 4 voidaan vielä jatkaa lisäämällä kassavirta nettotulon tilalle. (Fernández 2002, 33-34) Muita liikearvoon perustuvia laskentatapoja ovat muun muassa EBIT, EBITDA ja FCFF. Nämä menetelmät määrittelevät yrityksen arvoa markkina-arvoon perustuen. EBIT kuvaa yrityksen liikevoittoa ennen korkoja ja veroja. EBITDA kuvaa yrityksen liikevoittoa ennen korkoja, veroja, arvonalennuksia ja poistoja. FCFF esittää yrityksen vapaan kassavirran. (Bernström 2014, 40)

4.4 Diskontattujen kassavirtojen mallit

Kassavirtaperusteisten metodien avulla yrityksen arvo määritellään arvioimalla tulevaisuuden kassavirtoja ja diskonttaamalla ne. Menetelmät perustuvat yksityiskohtaisiin ja huolellisiin ennusteisiin jollakin tietyllä ajanjaksolla. Usein diskonttausarvo määritellään jokaiselle erilliselle kassavirralla. (Fernández 2002, 34-37) Brilliantin ja Collinsin (2014, 95) mukaan vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä rahaa, joka jää yli kaikkien operatiivisten kulujen ja liiketoiminnan investointien jälkeen. Nämä jäljelle jääneet varat ovat ”vapaita” annettavaksi sijoittajille esimerkiksi osinkojen, bondien kuponkien tai voitonjaon kautta. Diskonttaaminen on välttämätöntä, sillä tulevaisuudessa saatavat kassavirrat ovat arvoltaan vähäisemmät kuin tällä hetkellä saatavat kassavirrat. Tähän on kaksi syytä: (1) jos saisit varat tänään, voisit sijoittaa ne ja saada tuottoja ja (2) aina on riski, että jokin yllättävä tapahtuma estää sinua saamasta tulevaisuudessa varat haltuusi. (Brilliant & Collins 2014, 95-96)

Knüpferin ja Puttosen (2012, 90) mukaan osakkeen hinnoittelun perustana on sijoittajien saamien kassavirtojen nykyarvo. Lähtökohtaisesti osakkeen hinnoittelu on yksinkertaista. Yksinkertaisimmillaan siinä arvioidaan kassavirrat ja tuottovaatimus sekä käytetään hyödyksi diskonttaamista. Todellisuudessa osakkeiden arvonmääritys tarvitsee lisäksi tietämystä yrityksestä, sen toimintaympäristöstä ja yleisestä talouden tilasta. Osakkeen arvonmääritykseen liittyy näin ollen myös paljon epävarmuutta, sillä yritykset eivät ole sopimusoikeudellisesti velvoitettuja maksamaan sijoittajille tuottoa tai palauttamaan pääomaa. Tämä johtaa siihen, että tuottovaatimuksen määrittelemineen on haastavaa. Lisäksi sijoittajien saamat kassavirrat yrityksestä ovat etukäteen tuntemattomia. Kassavirrat on pystyttävä ennustamaan. (Knüpfer & Puttonen 2012, 88-95)

$$(5) \quad P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

jossa

P_0 on osakkeen hinta

D on yrityksen maksama osakekohtainen osinko

r on osakkeen tuottovaatimus

Kaava 5 näyttää, miten osakkeen hinta muodostuu. Osakkeelle ei ole määritelty tiettyä hetkeä, jolloin pääoma palautetaan, jonka vuoksi sijoitushorisontti on ikuinen. Tämän vuoksi kaikki tulevaisuuden osingot tästä hetkestä ikuisuuteen otetaan huomioon. (Knüpfer & Puttonen 2012, 91)

Brilliantin ja Collinsin (2014, 102-103) mukaan tulevaisuuden vapaan kassavirran määrittely on usein haastavaa. Se on myös yksi merkittävimmistä komponenteista diskontattujen kassavirtojen laskentakaavassa. Usein analyytikot käyttävät eniten aikaa juuri tämän luvun määrittelemiseen. Tilinpäätöksestä on mahdollista saada dataa yrityksen menneistä kassavirroista, mutta näiden lukujen perusteella ei ole vielä mahdollista ennustaa varmasti tulevaisuuden kassavirtoja. Markkinat usein kuvastavat viimeaikaista yrityksen suoriutumista, joten yksi arvokkaimmista sijoittamisen oivalluksista tapahtuu silloin, kun sijoittaja pystyy tunnistamaan yrityksen olevan käännoispisteen edessä. Analyytikot etsivät usein tilinpäätöksistä oleellisia asiakokonaisuuksia, joiden perusteella he muodostavat käsityksen tulevaisuuden kassavirroista. Tuottojen kasvu ja marginaali voivat erota riippuen yrityksen maantieteellisestä sijainnista, segmentistä tai esimerkiksi tuotantolinjasta. (Brilliant & Collins 2014, 102-103)

4.5 Kvalitatiiviset tekijät arvonmäärittämisessä

Arvioitaessa yrityksen arvoa on tärkeää myös ottaa huomioon kvalitatiiviset riskitekijät. Leppiniemen ja Lounasmeren (2016) mukaan yrityksen riskejä ja riskienhallintajärjestelmää voidaan kuvata yrityksestä raportoidessa ulkoisesti tai yritystä analysoitaessa tunnuslukujen avulla. Tunnuslukuja on kehitetty yksittäisiä riskejä ja riskien yhteisvaikutuksia ajatellen (Leppiniemi & Lounasmeri 2016) Hitchnerin (2011, 110) mukaan yhtiöt kohtaavat päivittäin ulkoisia vaaratekijöitä, joita johdon ja analyytikoiden tulee huomioida riskianalyysien avulla. Strategisen johtamisen ja organisoinnin teoriat tarjoavat erilaisia malleja, kuinka tuottaa näitä riskianalyyskejä. Näitä malleja ovat muun muassa Porterin malli ja McKinseyn 7-S –malli.

Michael Porter on kehittänyt analyyttisen lähestymistavan, joka analysoi ja määrittelee yhtiön riskiä liittyen toimialaan, jossa yhtiö toimii. Toimialaan vaikuttaa viisi voimaa ja nämä ovat:

1. Kilpailu tämän hetkisestä markkina-alueesta
2. Uusien kilpailijoiden uhka
3. Asiakkaiden voima kaupanneuvotteluissa
4. Tavarantoimittajien voima kaupanneuvotteluissa
5. Uhka vastaavien tuotteiden tulosta markkinoille

Porterin malli voi tarjota riskianalyysissä arvokasta informaatiota liittyen tulevaisuuden tuot-
toihin kohdeyrityksessä. Toinen soveltuva malli riskianalyysiin on McKinsey 7-S –malli.
Tässä mallissa analysoidaan kohdeyrityksen kilpailijoita seitsemän kategorian mukaisesti.
Nämä kategoriat ovat:

1. Strategia
2. Rakenne
3. Järjestelmät
4. Taidot
5. Työntekijät
6. Tyyli/tapa tehdä asioita
7. Ylempitasoiset päämäärät

Analyytikoiden tulee ottaa kohdeyrityksen analysoinnissa huomioon koko toimiala. Toimi-
alan rakenteen seuraaminen voi antaa analyytikoilta paremman kuvan kohdeyrityksen kyvyk-
kyydestä toimia kyseisellä markkinapaikalla. Arvonmäärittämisessä tulisi huomioida myös
makrotalouden tekijät. Nämä tekijät voidaan Hitchnerin (2011,114) mukaan jakaa teknologi-
seen, sosiokulttuuriseen, demografiseen, poliittiseen ja globaaliin riskiin. Jotta yrityksen tai
toimialan tulevaisuuden tuottoja voidaan ennustaa, täytyy ottaa huomioon, että edellä mainitut
tekijät ovat riippumattomia kohteen itsensä valinnoista. Analyytikoiden tulee huomioida nä-
mä tekijät arvonmuodostuksessa. (Hitchner 2011, 110-114)

4.6 Analysointitapojen arviointia

Imam, Barker ja Clubb (2008, 503-535) ovat tutkineet analyytikoiden käyttämiä erilaisia ar-
vonmäärittämis menetelmiä Isossa-Britanniassa. Tutkimuksen mukaan suurin osa analyytikoista

käyttää arvonmäärittämisessä apuna diskontattujen kassavirtojen metodia. Toinen suosittu arvonmäärittäystapa on liikearvoon perustuvat mallit (*Valuation Multiples*) kuten P/E. Tutkimuksessa kävi ilmi, että analyytikot käyttävät myös eri metodien yhdistelmiä kuten kassavirtojen diskonttausta, P/E –lukua ja kvalitatiivista dataa. Diskontattujen kassavirtojen –periaate nähdään nykyaikaisimpana arvonmäärittämismenetelmänä. Yrityksen toimialalla on myös vaikutusta arvonmäärittäismetodin valintaan. Tutkimuksessa selvisi, että teknologia- ja mediayritysten arvioinnissa käytettiin erityisesti kassavirtaperiaatetta. (Imam, Barker & Clubb 2008, 503-535) Myös yksi maailman johtavista sijoitustutkimuksen tarjoajista Morningstar Ltd. kertoo käyttävänsä arvonmäärittämisessä apunaan erityisesti kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvia malleja. Kassavirtoja ennustetaan useimmissa tapauksissa viiden – kymmenen vuoden säteellä. Morningstar muokkaa perinteisiä kassavirtojen diskonttausmalleja itselleen sopiviksi, mutta lähtökohdat tulevat perinteisestä mallista. Kassavirtamallien tukena yhtiö käyttää myös esimerkiksi WACC-kaavaa. (Brilliant & Collins 2014, 97)

Flöstrand ja Ström (2006, 580-597) ovat tutkineet kvalitatiivisen ei-taloudellisen informaation painoarvoa analyytikoille yrityksen arvonmäärittämisessä. Tutkimuksessa selvisi, että yrityksen koolla on merkitystä sille, pitävätkö analyytikot kvalitatiivista informaatiota tärkeänä. Tulevaisuuteen suuntaava kvalitatiivinen tieto koetaan myös analyytikkojen keskuudessa tärkeämpänä kuin historiallinen informaatio kvalitatiivisista aihealueista. Analyytikot kokevat, että kvalitatiivinen tieto, jolla on yhteys tulevaisuuden yrityksen kassavirtoihin, on erityisen tärkeää. (Flöstrand & Ström 2006, 580-597)

5 RISKIENHALLINNAN TASO JA RISKIENHALLINAN RAPORTOINNIN TARVE YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSESSÄ

Tässä pääluvussa esitellään tutkimuksen aineisto ja tutkimuksen toteutus. Aluksi tarkastellaan viiden pörssiyhtiön riskienhallinnan toteuttamista ja tämän jälkeen esitellään pörssiyhtiöitä työkseen analysoivat kaksi analyytikkoa, salkunhoitaja ja osaketutkimusjohtaja. Pörssiyhtiöt on esitetty koodein A – E, sillä osa yhtiöistä ei halunnut nimeään julkiseksi. Kolmannessa alaluvussa tarkastellaan tutkimuksen varsinaista toteutusta.

5.1 Riskienhallinnan toteutus kohdeyhtiöissä

5.1.1 Yhtiö A

Yhtiö A on Helsingin pörssissä listattu teollisuustuotteiden ja –palveluiden yritys. Yhtiön organisaatiorakenne muodostuu kolmesta liiketoimintayksiköstä. Yhtiö A pyrkii noudattamaan riskienhallinnassaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan piirteitä. Yhtiöllä on oma funktio riskienhallintaan ja nimetty riskienhallintapäällikkö, mutta ei riskienhallintajohtajaa. Riskienhallintafunktio kuuluu taloushallinnon alaisuuteen. Kyseessä on kuitenkin tukifunktio, sillä liiketoimintojen tehtävänä on huolehtia omista riskeistään. Riskienhallinnan funktion vastuulla on riskiraportointi ja vakuutusratkaisujen valinta. Vuodesta 2008 lähtien yhtiö on enenevässä määrin lähtenyt kehittämään ERM perusteista riskienhallintaa ja raportointia. Yhtiö käyttää apunaan ISO 31000:2009 standardia ja käyttää toiminnassaan muun muassa ISO:n määrittelemää sanastoa. Yhtiö uudisti riskienhallintapolitiikkansa vuonna 2014 ja lisäsi siihen ISO 31000:2009 standardin prosessin piirteitä.

Yhtiön riskienhallinnanprosesseissa ei nouse vahvasti esille yhtiön arvot, kulttuuri tai toimintaperiaatteet. Yhtiö kuitenkin mainitsee, että riskienhallintaa tai riskien näkemistä uhkina ja mahdollisuuksina on noudatettu hyvin, sillä yhtiö on tehnyt hyvää tulosta viime vuosina ja riskienhallinta on onnistuttu implementoimaan liiketoimintoihin. Yhtiössä koetaan, että johto näkee riskienhallinnan on tärkeänä yhtiön tavoitteiden saavuttamisen kannalta, mutta riskienhallinta koetaan myös vain yhdeksi osaksi kaikkea muuta johtamistapaa. Tärkeys tulee ilmi muun muassa siinä, että yhtiön johdon kokouksissa jatkuvasti puhutaan uhkista ja mahdollisuuksista ja pyritään ennustamaan tulevaa. Riskienhallintaa ei kuitenkaan koeta keskeisenä johtamisprosessien osana. Yhtiön liiketoiminnot tekevät vuosittain muutaman kerran vuodessa riskiarvioinnin, mutta varsinaisesti riskienhallinta osana johtamisjärjestelmiä ei ole viikoittain tai kuukausittain mukana. Yhtiön päivittäinen riskien tunnistaminen ja riskin ottaminen koetaan osaksi liiketoimintaa. Haasteena yhtiö kokee sen, että liiketoiminnot keskittyvät omaan osaamiseensa ja standardit sekä erilaiset viitekehykset koetaan irrallisena omasta toiminnasta. Yhtiö kuitenkin pyrkii panostamaan tulevaisuudessa siihen, että konsernin riskitietoisuus kasvaisi liiketoiminnoissa. Riskienhallintaan osallistuu useita eri päätöksentekijöitä eri liiketoiminnoista.

Yhtiön strategisessa suunnittelussa riskienhallinta näkyy muun muassa siinä, että prosessissa on mukana riskikartat, joista näkyy viisi merkittävintä strategista riskiä. Yhtiö ei käytä apunaan riskienhallintasuunnitelmaa, mutta yhtiöllä on käytössä riskienhallintapolitiikka, jonka johto on hyväksynyt ja katsonut, että se on samansuuntainen yhtiön strategian kanssa. Yhtiön johto ei ole eritellyt riskienhallinnalle erityisemmin tavoitteita ja katsonut, että ne ovat samassa linjassa yhtiön strategian kanssa.

Yhtiön riskienhallintaprosessi käynnistyy vuosittain liiketoimintojen riskien tunnistamisella. Liiketoiminnoissa tunnistetaan enemmän liiketoimintaa uhkaavia tekijöitä kuin mahdollisuuksia. Toiminnot tunnistavat, arvioivat ja nimeävät merkittävimmille riskeille omistajat. Liiketoiminnon tehtäväksi jää seurata oman riskikarttansa kehittymistä. Kerran vuodessa konsernin johtoryhmä kerää riskit yhteen eri liiketoiminta-alueilta. Konsernin johtoryhmään toimitetaan noin seitsemän riskiraporttia. Se mitä tapahtuu riskienhallinnassa johtoryhmän riskiarvioinnin jälkeen on täysin liiketoimintayksiköiden vastuulla aikataulujen ja osaamisen suhteen. Yhtiön on kuvannut riskienhallinnan prosessinsa ja käyttää tähän apuna muun muassa vuosikelloa. Osaan prosessin vaiheista on nimetty tietyt vastuuhenkilöt, mutta tämä riippuu liiketoiminnoista ja heidän intresseistään. Yhtiön tavoitteena on saada vastuuhenkilöt aina jokaiseen vaiheeseen, mutta käytännössä tämä ei aina onnistu. Yhtiö kokee, että riskienhallintaprosessin toteuttamisessa voisi olla enemmän resursseja esimerkiksi verrattuna yhtiön controllereiden määrään. Riskienhallinnanprosessia seuraa sisäinen tarkastus kerran vuodessa ja he vertaavat prosessia riskienhallintamanuaaliin ja –politiikkaan.

Yhtiön riskien arviointi sisältää riskien tunnistamisen, riskianalyysin ja riskin merkityksen arvioinnin. Riskien arvioinnissa seurataan samalla myös riskienhallinnan tasoa liiketoiminnoissa. Yhtiö arvioi riskejä euromääräisesti, eli pyrkii se määrittelemään jokaiselle riskille hinnan. Riskien arviointiin osallistuvat eri liiketoimintojen johtoryhmien jäsenet. Ryhmät ovat noin 10 henkilön muodostamia. Vuosittain yhtiössä käydään läpi noin 20 - 25 työpajaa, joissa riskejä arvioidaan ja tunnistetaan. Liiketoiminnoissa tunnistetaan oman alueen sisäiset ja ulkoiset riskit ja tämän jälkeen riskikategorisoinnin avulla yhtiö pyrkii selvittämään cross-business-riskit. Yhtiö ei kuitenkaan lähde selvittämään hyvin pitkälle riskien seurannaisvaikutuksia useiden mahdollisten riskien tapauksessa. Yhtiö kokee, että tieto riskeistä kulkee kaksisuuntaisesti yhtiössä.

Riskeille pyritään nimeämään omistajat ja heidät valitaan liiketoimintojen työpajoissa. Kehityksen kohteena yhtiö mainitsee riskien omistajien vastuunottamisen riskeistä. Riskienkäsittelytapa valitaan yhtiössä rahamääräistämisen pohjalta. Tarkoituksena on verrata hallintakeinon kustannuksia riskiin. Yhtiö ei ole määritellyt varsinaista dokumentoitua riskienkäsittelysuunnitelmaa, mutta riskienhallintafunktio pyrkii seuraamaan resurssien puitteissa liiketoimintojen riskienkäsittelyä. Riskienkäsittelyä on määritelty jonkin verran riskienhallintapolitiikassa.

Yhtiö määrittelee riskienhallintapolitiikassa sisäisestä riskienhallinnan raportoinnista, mutta ulkoisesta raportoinnista ja viestinnästä sillä ei ole suoranaista mallia. Ulkoinen raportointi tapahtuu kvartaaleittain, vuosikertomuksessa ja yhtiön internetsivuilla. Sisäisesti yhtiö raportoi riskienhallinnasta muutaman kerran vuodessa. Keskustelu riskeistä yhtiön kokouksissa on avointa, mutta keskusteluista on saatavilla harvoin tallenteita. Joistakin kokouksista tehdään pöytäkirjoja.

Yhtiö kehittää kerran vuodessa riskienhallinnan puitteita, politiikkaa ja suunnitelmia. Tähän vaikuttaa erityisesti sisäisen tarkastuksen antama lausunto. Riskienhallintapäällikön toimenkuvaan kuuluu riskienhallinnan puitteiden kehittäminen, mutta liiketoimintojen sisälle mentäessä, siellä ei ole nimettyä puitteiden kehittäjää. Yhtiön perehdyttämisohjelmissa ei esitellä varsinaisesti riskienhallintaa tai riskienhallintapolitiikkaa, mutta siellä käydään läpi esimerkiksi code of conduct ja yhtiön arvot. Yhtiö ei anna riskeistä vastuullisille henkilöille varsinaista riskienhallinnan koulutusta, mutta yhtiö kokee, että riskienhallinnan tulee olla heidän omaa osaamisaluettaan. Yhtiö on luonut kannustimia esimerkiksi tapaturmien vähentämiseen, mutta varsinaiseen ERM:iin liittyviä kannustimia ei ole rakennettu.

5.1.2 Yhtiö B

Yhtiö B on Helsingin pörssissä listattu teollisuustuotteiden ja –palveluiden yritys. Organisaatio rakentuu kolmesta pääliiketoiminnosta ja tukitoiminnoista. Vuodesta 2004 lähtien yhtiö B on pyrkinyt noudattamaan kokonaisvaltaista riskienhallintaa toiminnassaan. Sen tueksi yhtiö ilmoittaa käyttävänsä ISO 31000:2009 standardia, mutta ei kuitenkaan COSO ERM:ia. Yhtiön on käynyt ISO 31000:2009 standardin kohta kohdalta läpi ja pyrkinyt implementoimaan sen toimintaansa. Yhtiössä on oma riskienhallinnan toiminto Corporate Risk Management ja se raportoi taloushallinnolle. Yhtiössä on nimetty riskienhallintajohtaja.

Yhtiö on yhdistänyt riskienhallinnan prosesseihin arvot, kulttuurin ja toimintaperiaatteet. Yhtiön riskienhallintafunktio tekee vankkaa yhteistyötä Compliance –toiminnon kanssa ja on tätä kautta varmistanut, että edellä mainitut tekijät ovat osa riskienhallintaa. Yhtiön johdolla on selkeät riskienhallintatavoitteet ja riskienhallinnan prosesseihin osallistutaan johdon puolesta hyvin. Yhtiö arvioi jatkuvasti uhkia ja mahdollisuuksia osana johtamisprosesseja. Se lisäksi arvioi itse riskienhallinnan onnistumista ja sen tasoa. Yhtiössä koetaan, että sillä on riskienhallintaosaamista ja sitä seurataan muun muassa benchmarkin avulla. Toisaalta yhtiö myös ilmaisee, että toki aina on parannettavaa ja tällä saralla koskaan ei olla täysin maalissa. Yhtiö on nimennyt Risk Management yhteistyöympyrän, jossa viikoittain huolehditaan siitä, että tieto riskeistä ja riskienhallinnasta leviää yhtiön keskuudessa. Riskienhallintaan osallistuvat päätöksentekijät ylimmästä johdosta Risk Managerit, strategiajohto, talousjohto, Corporate Security –tiimi ja eri yksiköt.

Yhtiön strategisessa suunnittelussa riskienhallinta näkyy muun muassa siinä, että riskienhallintatoiminto tekee riskiarvion neljälle vuodelle, joka on samalla strategiaprioriteetti. Strategian edustajat osallistuvat myös itse riskienhallinnan prosessiin. Riskienhallintajohtajan tehtävänä strategiaprosessissa on tehdä korporaatiotason riskien arviointi ja selvittää myös miten prosessit ovat onnistuneet ja mitä parannettavaa olisi. Yhtiöllä ei ole varsinaista formaalia riskienhallintasuunnitelmaa, mutta riskienhallintapolitiikassa esitetään riskienhallinnan yleiset tasot. Poliitiikan lisäksi yhtiöllä on riskienhallinnan vuosiohjelma, mikä tehdään strategia edellä, eli strategiset painopistealueet näkyvät kyseisessä ohjelmassa. Riskienhallintapolitiikan tarkastaa Risk Management –tiimi ja sen hyväksyy hallitus Audit komiteassa. Yhtiö kokee, että riskienhallinnan avulla luodaan alustaa itse strategialle, minkä vuoksi riskienhallinnan ei tulisi pitäytyä siihen, että se on aina linjassa strategian kanssa.

Yhtiön riskienhallintaprosessi alkaa vuosittain tehtävästä riskikartan päivittämisestä. Tämän jälkeen siirrytään riskien arviointiin, jossa tehdään muun muassa ”Critical Threat Analysis” riskeille ja tämä tapahtuu korporaatiotasolla. Lisäksi samalla liiketoimintayksiköissä tehdään liiketoiminnan jatkuvuuteen liittyvät arvioinnit. Prosessin seuraavana vaiheena on toimenpiteiden valinta ja mukana on elementti siitä, että sidosryhmäyhteistyö toimii. Sidosryhmäyhteistyöllä tarkoitetaan sisäisiä ja ulkoisia yhteistyötahoja esimerkiksi sisäistä tarkastusta. Riskeille valikoituu tämän jälkeen omistajat riskikartan ja riskiarvioiden perusteella. Prosessiin kuuluu vielä lisäksi kriisienhallinta- ja vakuutusprosessi. Yhtiö on kuvannut ja dokumentoinut riskienhallinnan prosessin. Prosessin osat on aikataulutettu ja apuna käytetään vuosikelloa.

Resursseja prosessin toteuttamiseen on riittävästi, sillä riskienhallinnan toiminnosta ei ole haluttu tehdä sellaista, jossa hoidettaisiin kaikki riskienhallinnan tehtävät. Riskienhallintaa on jaettu yhteistyökumppanitasoille kuten Risk Managereille ja taloushallintoon. Financial yksiköissä on nimetty esimerkiksi riskienhallinnan edustajat ja tämä lujittaa yhteistyötä ympäri organisaatiota. Jokaisen riskienhallinnan prosessin vaiheeseen on nimetty vastuuhenkilöt ja yhtiö kokee, että he tietävät vastuunsa.

Riskien tunnistamiseen osallistuvat yhtiössä eri tahot. Operatiivisiin vahinkoriskien tunnistamiseen osallistuu Corporate Security –tiimi. Tiimi koostuu asiantuntijoista ja heidän varamiehistä. Talousriskien tunnistamiseen osallistuvat talousjohto ja –toiminto. Strategisten riskientunnistamisessa ovat mukana yhtiön ylin johto ja talouspuolen johtoa. Riskien analysoinnissa yhtiö indeksoi riskit ja katsoo mihin eri riskit voivat vaikuttaa. Yhtiö kokee, että korrelaatioiden selvittäminen on tärkeä osa riskien arviointia ja hyödyllistä, mutta siinä tulee myös olla tarkkana, ettei ”tieteestä tehdä tiedettä”. Yhtiön vuorovaikutus toimii tunnistettaessa strategisia riskejä. Operatiivisia riskejä tunnistettaessa vuorovaikutus voisi olla vielä hieman parempi, mutta suunta on ollut viime vuosina parempaan päin.

Yhtiö määrittelee riskienhallinnan prosesseille omistajat, sillä se näkee, että riskit voivat vaikuttaa useisiin prosesseihin samaan aikaan ja näille prosesseille tulee nimetä omistajat. Varsinaisesti itse riskeille ei nimeä omistajia, vaan prosessien omistajat toimivat riskien omistajina. Yhtiö kokee, kun puhutaan korporaatiotason riskienhallinnasta, että prosessien omistajat tietävät vastuunsa. Riskinkäsittelytavan valinnassa olennaisen tärkeänä on saada mitattua riski rahamääräiseksi ja verrata tuotto-/panossuhdetta. Rahamääräiseksi muutettaessa apuna käytetään liikevaihtomäärää, sillä ilman liikevaihtoa ei synny myöskään voittoa. Yhtiöllä on dokumentoitu riskienhallinnan vuosiohjelma, jota päivitetään vuosittain. Vuosiohjelmassa nostetaan esille, mitä riskienhallinta tulee tekemään, mitkä asiat koetaan tärkeimpinä riskienhallinnassa ja mitä riskienhallinta on tehnyt vuoden aikana. Tuotto-/panossuhteen jälkeen yhtiö huomioi jäljelle jääneen jäännösriskin. Prosessin omistajien tehtävänä on huolehtia jäljelle jääneen jäännösriskin seurannasta. Varsinaista dokumentointia jäännösriskistä ei kuitenkaan tehdä. Yhtiö ei koe, että se olisi tarpeellista. Mahdolliset seurausriskit yhtiö ottaa huomioon osana prosessin arviointia. Yhtiö tunnistaa riskeistä aina uhkat ja mahdollisuudet, jonka kautta myös mahdolliset seurausvaikutukset nousevat esille. Yhtiö huomioi käsittelyn jälkeisen seurausriskin osana kokonaisharkintaa. Yhtiö mainitsee, että tehtäessä kaksinapaista harkintaa riskeistä, analyysin tekeminen voisi olla vielä hieman laadukkaammin tehty.

Yhtiö raportoi viikoittain globaalisti sisäisesti riskeistä. Raportointi noudattaa sitä, mitä on tapahtunut prosesseissa, eli mitä tehdään, mitä on tapahtunut, mitä kriisejä on ollut ja miten vakuutuksia on järjestelty. Risk Management –tiimille raportoidaan kaikki asiat, mitä riskienhallinnassa tehdään. Kaksi kertaa vuodessa yhtiö raportoi myös sisäisesti Executive –tiimille ja Audit komitealle. Ulospäin yhtiö raportoi kvartaaleittain, vuosikertomuksessa ja internet-sivuilla riskeistä ja riskienhallinnan järjestämisestä sekä prosesseista. Riskienhallinta toiminnon keskustelu riskeistä on avointa. Osasta yhtiön kokouksia, joissa keskustellaan riskeistä, tehdään tallenteita kuten pöytäkirjoja. Yhtiö ei kuitenkaan koe, että keskustelun pitäisi olla liian formaalia, vaan enemmänkin avointa ja, että asioita voi ottaa milloin vain esille. Yhtiö kokee, että on parempi pitää riskienhallinnan suhteen avointa keskustelevaa kulttuuria yllä, jotta kaikki voisivat oppia millaisia riskejä on mahdollista olla. Tämä voi auttaa tulevaisuudessa havaitsemaan sellaisia riskejä, joita aiemmin omassa liiketoiminnossa ei olla havaittu.

Yhtiö seuraa ja kehittää riskienhallinnan puitteita ja politiikkaa vuosittain. Lisäksi se päivittää vuosittain riskikarttaa ja kokee, että riskienhallinnan ohjelman päivittäminen on olennaisen tärkeää. Risk Management –tiimi on vastuussa puitteiden ja politiikkojen kehittämisestä sekä seurannasta. Yhtiö ei esittele kovin tarkasti yhtiön perehdyttämisohjelmissa riskienhallintaa, vaan se on ikään kuin kattokäsitteenä perehdytyksessä. Henkilöt, jotka tekevät työkseen riskienhallintaa, perehdytetään kyllä riskienhallinnan osalta. Yhtiö järjestää neljä kertaa vuodessa operatiivisiin riskeihin liittyvän koulutuspäivän, jossa katsotaan operatiivisiin ja vahinkoriskeihin liittyviä asioita. Lisäksi yhtiö järjestää kaksi kertaa vuodessa Risk Manager Day:n, jossa käydään läpi riskienhallinnan prosesseja. Yhtiö pyrkii pitämään aina varahenkilöitä riskienhallinnasta vastaavien takana, jotta olisi joku joka pystyy suoriutumaan liiketoimintojen riskienhallinnan vastuista. Riskienhallinnan kannustimet näkyvät riskienhallintaa toteuttavien henkilöiden henkilökohtaisissa työsopimuksiin kirjatuihin tavoitteisiin.

5.1.3 Yhtiö C

Yhtiö C on teollisuustuotteita ja –palveluita tuottava yritys. Yhtiö on listattu Helsingin pörsissä. Yrityksen organisaatorakenne koostuu kahdesta liiketoimintayksiköstä. Yhtiö C kertoo, että se ei suoranaisesti pyri noudattamaan kokonaisvaltaista riskienhallintaa toiminnassaan, mutta se on kuitenkin pyrkinyt ottamaan siitä piirteitä toimintaansa. Yhtiö käyttää riskienhallinnassaan apuna ISO 31000:2009 terminologiaa, prosessia ja viitekehystä, mutta kokee sen

enemminkin ohjaavaksi standardiksi kuin täysin noudatettavaksi. Yhtiö kokee, että ISO:sta on hyötyä johtamisen mallissa ja operatiivisessa toiminnassa. Riskienhallinta on järjestetty yhtiössä niin, että ylemmstä riskienhallinnasta vastaa kaksi henkilöä, jotka kuuluvat lakiasioiden alaisuuteen ja lakiasiat kuuluvat taloushallinnon alle. Kyseessä ei ole varsinainen riskienhallinnan toiminto. Riskienhallintaa toteutetaan yhteistyössä taloushallinnon ja controlleiden kanssa. Yhtiössä on nimetty riskienhallintapäällikkö.

Yhtiössä on vahva riskienhallinnan kulttuuri varsinaisen toiminnan tasolla, mutta kuljettaessa kohti strategista ylempää riskienhallintaa kulttuuri ei ole niin vahvasti esillä. Riskienhallintaa toteutetaan lähinnä osana liiketoiminnon toimintatapaa. Asiakasrajapinnassa riskienhallinta koetaan erityisen tärkeänä yhtiön liiketoiminnan luonteen vuoksi. Yhtiön johto on aiemmin pitänyt ERM:n kaltaista riskienhallintaa tarpeettomana, sillä he kokivat, että tekevät riittävästi riskienhallintaa punnitessaan onnistumiseen ja epäonnistumiseen liittyviä tekijöitä. Yhtiön johto on juuri vaihtunut, joten tämä saattaa muuttaa näkemystä kokonaisvaltaisen riskienhallinnan tarpeellisuudesta. Operatiivisten riskien arviointi sen sijaan on yrityksessä ollut vahvalla pohjalla. Yhtiö ei koe, että riskienhallinta olisi merkittävä osa yhtiön johtamisprosesseja ja strategistyöskentelyä. Riskienhallintapäällikkö ei osallistu johtoryhmien kokouksiin, jossa käsitellään strategiaa. Yhtiössä riskienhallintaan on resursoitu sen verran osaamista, kun yhtiö kokee tarpeelliseksi. Oletuksena on, että riskienhallinta on lähellä itse liiketoiminnan osaamista, mutta sinne ei välttämättä haluta palkata riskienhallinnan ammattilaista. Kahden hengen riskienhallintatiimin tehtävänä on enemmänkin tukea näitä liiketoimintaryhmiä riskienhallintaprosessissa ja tuoda heille apua käytännön tekemiseen, mutta ei puuttua varsinaiseen liiketoimintaosaamisen kentälle. Kyseisillä resursseilla on pystytty vastaamaan konsernin vaatimuksiin riskienhallinnasta. Riskienhallintaa tehdään yksiköissä sekä johtoryhmissä ja sieltä tiedot raportoidaan hallituksen Audit komitealle kerran tai kaksi vuodessa. Osa liiketoiminnoista on pyrkinyt ERM:n kaltaiseen raportointiin, mutta osa ei.

Yhtiön varsinaisessa strategiatyöskentelyssä ei käytetä riskienhallinnan mekanismeja, mutta siellä keskustellaan riskeistä. Kokouksista ei ole saatavilla formaalia tietoa, jossa kävisi ilmi, miten riskienhallinnan tuotoksia olisi suoraan hyödynnetty strategiatyöskentelyssä. Yhtiöllä on osana riskienhallintapolitiikkaa riskienhallinnan suunnitelma, jossa kerrotaan, mitä konserni edellyttää liiketoimintojen riskienhallinnalta. Siinä ei kuitenkaan opasteta, mitä mekanismeja tulee käyttää tai mihin riskeihin keskittyä. Yhtiöllä on myös käytössä vuosikello, jossa liiketoiminnoille on osoitettu ajat, jolloin heidän tulee riskinsä raportoida johdolle. Yhtiön

johtoryhmä on hyväksynyt uuden riskienhallintapolitiikan vuonna 2015. Poliitiikan omistaa riskienhallintapäällikkö. Yhtiön johto on määritellyt riskienhallintapolitiikassa tavoitteet riskienhallinnalle. Poliitiikassa on mainittu minimitaso riskienhallinnalle. Riskienhallinnan tulee noudattaa annettuja ohjeita ja muita yhtiön politiikkoja.

Yhtiön riskienhallintaprosessi alkaa riskien tunnistamisella eri yksiköissä. Tämän jälkeen riskit arvioidaan ja valitaan merkittävimmät riskit. Yhtiö määrittelee riskin melko negatiivisena asiana, eli riski voi olla mikä tahansa, joka saattaa vaarantaa yhtiön tuloksen tai strategiset hankkeet. Yksiköt itse valitsevat riskeille omistajat ja nämä omistajat saavat vastuulleen pohdita korjaavia toimenpiteitä. Kyseisen liiketoimintayksikön johtoryhmän vastuulle jää seurata oman riskikarttansa kehittymistä. Haasteena yhtiö kokee, että mitigaatiotoimenpiteitä pitäisi saada paremmin yhdistetyksi osaksi kaikkia muita vuosisuunnitelmia ja strategisia hankkeita, eikä jättää pelkäksi irralliseksi mitigointitoimenpiteeksi. Toisena haasteena yhtiö kokee, että liiketoiminnot eivät välttämättä tunnista aina merkittävimpiä riskejä. Tähän on osasyynä se, että liiketoiminnot eivät noteeraa aina riskejä, joita saattaa olla jo käynnissä olevissa yhtiön projekteissa. Yhtiö on kuvannut riskienhallintaprosessinsa riskienhallintapolitiikassa. Siinä kerrotaan, miten halutaan, että liiketoiminnot jaksottavat raportoinnin riskeistään johdolle. Kuvaus jättää vapaaksi sen, miten varsinainen riskienhallinta liiketoiminnoissa toteutetaan. Riskienhallintaprosessiin on varattu sen verran resursseja, kun yhtiön johto on kokenut tarvitsevänsä. Yhtiössä koetaan, että resursseja voisi olla enemmän, mutta johdon päätös resursseista on tietoinen. Riskienhallintaprosessin jokaiseen vaiheeseen ei ole määritelty vastuuhenkilöitä suoraan, mutta liiketoimintojen tehtävänä on määritellä itse riskien arvioinnin jälkeen prosessiin vastuulliset henkilöt. Yhtiössä ei koeta, että jokaiseen riskienhallinnan prosessin vaiheeseen tarvittaisiin vastuullinen henkilö, koska prosessi ei ole merkittävä työllistävä tekijä. Yhtiöllä ei ole formaalia riskienhallintasuunnitelmaa, koska liiketoimintayksiköt itse hoitavat mitigaatiotoimenpiteet.

Riskien tunnistamiseen osallistuvat liiketoimintojen Management tiimit, jotka muodostuvat noin 5 – 10 hengestä. Työntekijöiden on mahdollista osallistua myös riskien tunnistamiseen ja heitä on ollut myös mukana riskienarviointikeskusteluissa. Riskien seurannaisvaikutusten arviointia pidetään tärkeänä, mutta se ei aina toteudu kaikissa liiketoiminnoissa. Seurannaisvaikutusten arviointi riippuu siitä, kuinka paljon riskien tunnistamista ja arviointia tekevä ryhmä on valmis keskustelemaan asiasta. Joskus keskustelu saattaa jäädä tunnistamisen ja

arvioinnin tasolle. Yhtiö kokee, että tieto mahdollisista riskeistä kulkee kaksisuuntaisesti yhtiössä.

Yhtiö määrittelee tärkeimmille riskeille omistajat, mutta tarkoituksena ei ole löytää jokaiselle riskille omistajaa. Resurssien vuoksi kaikkiin riskeihin ei pystytä panostamaan yhtä paljon ja omistajien nimeämistä ei ole pidetty tällöin välttämättömyytenä. Yhtiö ottaa mieluiten tarkasteluun vähemmän, mutta merkittävämpiä riskejä. Yhtiöllä ei ole formaalia tapaa valita riskienkäsittelytapaa. Mitigaatiotoimenpiteet valitaan normaaliarvioinnin perusteella samoin kuin muidenkin yhtiön projektien valinta. Yhtiö ei ole laatinut formaalia riskienkäsittelysuunnitelmaa. Mitigaatiotoimenpiteiden jälkeistä jäännösriskiä ei heti dokumentoida, vaan se tulee yleensä tarkasteluun riskiarvioinnissa seuraavana vuonna alkuperäisen mitigaation jälkeen, jos riski on ollut merkittävä. Jos jäljelle jäänyt jäännösriski on pieni, tämä usein vain hyväksytään ilman formaalia dokumentointia. Myöskään seurausriskejä varten ei ole luotu omaa mekanismia, mutta niiden seuranta kuuluu hallinnointihetkeen. Seurausriskejä ei dokumentoida formaalisti.

Yhtiöllä on sisäisesti viestinnän ja raportoinnin mallit käytössä, mutta ne ovat lähinnä tietyn tiimin käytössä. Ulkopuoliset eivät välttämättä pääse niihin osallisiksi. Viestinnässä yhtiö pyrkii käsittelemään riskejä melko rajallisesti. Ulkoisesti yhtiö raportoi kvartaaleittain, vuosikertomuksessa ja internetsivuilla. Riskienhallintapolitiikan noudattamisesta riskienhallintatiimi raportoi lakiasiaosastolle ja taloushallinnolle, mutta ei kovin formaalisti. Keskustelu on enemmän avointa. Keskustelu yhtiön kokouksissa riskeistä on osin avointa, mutta välillä myös riskeistä keskustellaan niin sanotusti suljettujen ovien takana. Tämä johtuu siitä, että osa yhtiön toiminnasta koetaan luottamukselliseksi, jolloin keskustelu riskeistä halutaan pitää salaisina. Riskienarviointikeskusteluista tehdään tallenteena tunnistetut riskit, mutta varsinaisia pöytäkirjoja kokouksista ei ole. Näitä ei koeta tällaisissa kokouksissa tarpeelliseksi.

Yhtiö ei kehitä vuosittain riskienhallintapolitiikkaa, -prosessia tai -suunnitelmia. Näitä kehitetään tarvittaessa. Riskienhallinnan kehittämisestä vastaavat talousjohtaja, lakiasianjohtaja ja riskienhallintapäällikkö. Yhtiön perehdyttämisohjelmissa ei esitellä riskienhallintaa, ellei se kuulu osana kyseisen työntekijän toimenkuvaan. Yhtiö ei järjestä suoranaista riskienhallinnan koulutusta riskeistä vastaaville henkilöille. Yhtiö kokee, että liiketoiminnoissa oleva riskienhallinnan työ ei vaadi varsinaista riskienhallinnan osaamista, vaan se on osa liiketoimintayksikön omaa tekemistä. Yhtiö järjestää ylimmälle johdolle ja johtoryhmätasolle riskienhallin-

nan ja vakuutuksen koulutuspäiviä, mutta tämä tapahtuvat satunnaisesti. Yhtiö ei ole luonut suoria ERM:iin liittyviä kannustimia, mutta operatiivisessa riskienhallinnassa kannustimet tulevat osana päivittäistä normaalia työtä.

5.1.4 Yhtiö D

Yhtiö D on perusteollisuustuotteiden toimialalla toimiva yritys. Yhtiö on listattu Helsingin pörssissä. Yrityksen organisaatio koostuu kuudesta eri liiketoiminta-alueesta. Yhtiö D pyrkii noudattamaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan piirteitä toiminnassaan. Apuna riskienhallinnassaan yhtiö käyttää ISO 31000:2009 standardia, mutta ei COSO ERM:ia. Ennen ISO 31000:2009 yhtiö käytti riskienhallinnassaan apuna Australian standardia ja Brittiläistä standardia yhdistellen näiden piirteitä. Yhtiöllä on kokonaisvaltaiseen riskienhallintaan yhden hengen riskienhallinnan osasto. Muu riskienhallinta on järjestetty esimerkiksi osana rahoitusta, energiaa, työturvallisuutta ja ympäristövastuuta. Yhtiössä on nimetty riskienhallintajohtaja.

Yhtiön riskienhallinnassa ei näy tällä hetkellä selkeästi yhtiön arvot, kulttuuri tai toimintaperiaatteet. Yhtiössä nähdään, että jokaisen päätöksentekijän velvollisuus on miettiä toimintaansa liittyvät riskit ja arvioida ne ja tämä koetaan itsessään jo arvona. Yhtiön johto pitää riskienhallintaa tärkeänä, mutta samalla koetaan, että sitä voisi pitää tärkeämpänäkin. Arvostus on kasvanut viime vuosina. Riskienhallintaa ei pidetä keskeisenä johtamisprosessien osana, vaan sen koetaan olevan tukea antava tekijä päätöksentekoon. Yhtiöllä on käytössä ERM-prosessi, jonka sykli on kolme vuotta. Yhtiö kokee, että sillä voisi olla enemmän resursseja riskienhallintaan. Yhtiön liiketoiminnoissa riskienhallinnan päävastuussa ovat Risk Championit, joille annetaan aina prosessin ohjeistus, mutta ei varsinaista riskienhallinnan koulutusta konsernin kautta. Yhtiön riskienhallintaan osallistuvat liiketoimintojen johdot, johtoryhmät, riskienhallintajohtaja, Management Council, Risk Management komitea, strategiajohtaja, jonkin verran muuta ylintä johtoa ja lopulta hallitus.

Riskienhallinta on vahvasti mukana yhtiön kolmen vuoden strategiasyklissä osana keskustelua. Strategiajohto on tietoinen strategisista riskeistä ja ovat myös mukana niiden tunnistamisessa. Riskienhallintajohtaja ei osallistu varsinaiseen strategiatyöskentelyyn, mutta on mukana strategisten riskien tarkastelussa. Yhtiöllä ei ole muodollista riskienhallintasuunnitelmaa, joka liittyisi liiketoimintastrategiaan. Yhtiöllä on riskienhallintapolitiikka, jonka hallitus on vahvistanut vuonna 2009. Poliitiikan omistaa riskienhallintajohtaja. Yhtiön tarkoituksena on

päivittää politiikka mahdollisimman pian. Yhtiön johto on aikanaan tarkistanut, että yhtiön riskienhallintapolitiikka ja strategia ovat olleet samansuuntaisia. Yhtiön johto on määritellyt tavoitteet riskienhallinnan toteuttamiselle riskienhallinnassa, mutta muuten tavoitteet seuraavat yhtiön strategisia tavoitteita.

Yhtiön riskienhallintaprosessi lähtee käyntiin syksyllä liiketoiminnoista, jolloin niissä käydään läpi tavoiteasetanta. Yhtiön strategiaprosessi tuottaa ennusteet kolmen vuoden päähän ja yhtiön tulee siinä samassa miettiä vuosittain millaisia trendejä, kustannuksia ja muita tekijöitä kuten riskit, toiminnon tavoitteisiin liittyy. Alkuvuodesta konserni kerää yhteen riskit ja tarkastelee merkittävimmät yli bisnesten tai funktioiden menevät riskit. Näistä merkittävimmistä riskeistä tehdään ryhmäkatselmus, jossa katsotaan, millainen riskin logiikka on. Riski saattaa olla yhdelle liiketoiminnolle uhka, mutta toiselle toiminnolle esimerkiksi mahdollisuus. Varsinainen ERM-kierros käynnistyy tämän vaiheen jälkeen yleensä maaliskuun loppupuolella. ERM-vaiheessa tehdään riskien konsolidointi ja tämä menee yhtiön hallituksen strategiakoukseen loppukeväästä. Lopuksi vielä syksyllä Audit komitea varmistaa vuosittain, että riskienhallinta on asianomaisella tasolla ja että prosessit toimivat. Edellä mainittujen vaiheiden lisäksi yhtiöllä on ympäri vuotta liiketoimintojen ja hallinnon tapaamisia. Yhtiö on kuvannut riskienhallinnan prosessin prosessikaavion ja vuosikellon avulla. Yhtiö kokee, että sillä on riittävät resurssit riskienhallintaprosessin toteuttamiseen, sillä prosessin ei koeta olevan kovin työläs. Riskienhallintaprosessin vaiheisiin on pääsääntöisesti määriteltä vastuuhenkilöt ja he ovat usein Risk Championeja. Yhtiö tarkistaa riskienhallintaprosessin toimivuutta sisäisen tarkastuksen avulla ja myös ulkoisten toimijoiden avulla parin kolmen vuoden välein. Lisäksi riskienhallintajohtaja seuraa, miten liiketoiminnoissa on prosessia toteutettu.

Riskien tunnistamiseen yhtiössä osallistuvat Risk Championit liiketoiminnoissa. Liiketoiminnan johtajan tulee määritellä sopiva Risk Champion, joka tuntee parhaiten kyseisen liiketoiminnan piirteet. Myös liiketoimintojen Management tiimit voivat osallistua riskien tunnistamiseen. Nämä tiimit koostuvat noin 4 – 8 hengestä. Varsinaiset tuotantolaitokset eivät ole mukana ERM riskien tunnistamisessa, sillä yhtiössä tuotantolaitokset ovat hyvin operatiivisia, eivätkä ne päättä esimerkiksi mitä tuotetaan, kuinka paljon tuotetaan, mitä ostetaan yms. Yhtiö tunnistaa sisäisiä ja ulkoisia riskejä. Yhtiöllä ei ole suoraa ohjetta sille, kuinka pitkälle riskien arviointia viedään. Pääsääntönä on se, että riskejä tulee tunnistaa myös yli bisnesten ja löytää tällä tavoin kumulatiivisia vaikutuksia. Yhtiö kokee, että tieto mahdollisista riskeistä kulkee paremmin alhaalta ylös kuin ylhäältä alas ja, että tässä on vielä kehittämistä.

Yhtiö on määritellyt omistajat isoimmille riskeille, mutta pienemmille riskeille on saatettu nimittää omistajaksi esimerkiksi Management tiimi, eikä suoraan tiettyä henkilöä. Liiketoimintojen Management tiimit yleensä valitsevat keskuudestaan isoimmille riskeille omistajat. Jos kyseessä on yli bisnesrajojen menevä riski, omistajaksi valitaan esimerkiksi Management Council tai komitea ja viimekädessä talousjohtaja. Riskienkäsittelytapaa valittaessa yhtiöllä ei ole suoraa kaavaa käsittelytavan valinnalle. Kustannustehokkuus on yksi tärkeimmistä tekijöistä valittaessa sopivaa riskienkäsittelytapaa. Yhtiöllä ei ole formaalia riskienkäsittelysuunnitelmaa. Yhtiössä on mahdollista dokumentoida jäljelle jäänyt jäännösriski, mutta kovin monet liiketoiminnot eivät tätä formaalisti dokumentoi. Yhtiö ei vaadi, että riskienkäsittelyn jälkeinen jäännösriski pitäisi aina dokumentoida. Osa henkilöistä tekee vielä toimenpiteiden jälkeisen arvioinnin, mutta osa ei. Yhtiö pyrkii ottamaan huomioon riskienkäsittelyn jälkeen seurausriskit.

Yhtiöllä ei ole suoria malleja sisäiseen ja ulkoiseen viestintään, vaan enemmänkin muodostuneet käytännöt. Yhtiö raportoi ulkoisesti kvartaaleittain, vuosikertomuksessa ja internetsivuilla. Sisäisesti ei ole järjestetty sellaista viestintää, jossa kerrottaisiin eri liiketoimintojen riskeistä yhdistetysti. Olennaisimpia riskejä käsitellään ERM-raportissa, mutta kyseinen raportti menee ainoastaan prosessissa mukana olijoille. Yhtiö raportoi omalle väelle samalla tavalla kuin ulospäin. Riskienhallintapolitiikan noudattamisesta ei ole erityistä raporttia. Keskustelu riskeistä on keskinäisen avointa yhtiön kokouksissa. Ainoastaan hallituksen kokouksissa tehdään pöytäkirjat, mutta muuten tallenteita ei juurikaan kokouksista tehdä. Keskustelu on lähtenyt parantumaan viime vuosina.

Yhtiö kehittää riskienhallinnan puitteita noin 2 – 3 vuoden välein tai tarvittaessa. Riskienhallintapolitiikkaa sen sijaan ei päivitetä yhtä usein. Yhtiön riskienhallinnan toteuttamisesta, puitteiden kehittämisestä ja ylläpidosta vastaa riskienhallintajohtaja. Yhtiön työntekijöille ei määritellä yhtiön perehdyttämisohjelmissa ERM-riskienhallintaa, mutta esimerkiksi työturvallisuuteen liittyviä asioita kyllä. Yhtiö ei järjestä varsinaista riskienhallinnan koulutusta työntekijöilleen, mutta riskienhallinnasta vastaaville henkilöille pidetään parin tunnin mittainen perehdyttämistapaaminen. Lisäksi riskien läpikäynneissä käydään myös läpi, kuinka asioita pitäisi tehdä. Muodollista koulutusohjelmaa ei ole kuitenkaan tarjolla. Myöskään yrityksen johdolle ei yhtiön puolesta järjestetä erillistä riskienhallinnan koulutusta. Yhtiö ei ole luonut

erillisiä kannustimia ERM-riskienhallintaan. Kannustimet tulevat esille työntekijöille asetetuista tavoitteista.

5.1.5 Yhtiö E

Yhtiö E on Helsingin pörssissä listattu teollisuustuotteiden ja –palveluiden yritys. Sen organisaatio muodostuu kahdesta liiketoimintayksiköstä ja viidestä maantieteellisestä alueesta. Yhtiö E pyrkii toiminnassaan noudattamaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan piirteitä. Riskienhallinnassa apuna käytetään ISO 31000:2009 standardia ja COSO ERM:ia soveltuvien osin. Tarkoitus ei ole noudattaa kyseisiä standardeja sanatarkasti, vaan ne toimivat enemmänkin ohjaavina tekijöinä, joihin on yhdistetty yhtiön tapa toimia. Yhtiö on alkanut käyttämään riskienhallinnan standardeja apunaan vuodesta 2008, jolloin riskienhallintaa on lähetty kehittämään systemaattisemmin. Yhtiöllä on globaali riskienhallinnan funktio, joka on rinnakkain esimerkiksi lakiasioden ja taloushallinnon kanssa. Funktiossa on kolme henkeä, mutta varsinaisesti riskienhallinnassa maailmalla on vielä enemmän henkilöitä. Yhtiössä on nimetty riskienhallintajohtaja.

Yhtiö kokee, että riskienhallintaprosessin taustalla ovat yhtiön arvot, toimintaperiaatteet ja kulttuuri. Se kuinka paljon ne näkyvät itse riskienhallinnan prosessissa on sitten eri asia ja riippuu osittain riskienhallinta-analyysejä tekevistä henkilöistä. Riskienhallintapolitiikkaan ei ole kovin vahvasti tuotu esille yhtiön arvoja. Yhtiö kokee, että sen ei ole tarvinnut tuoda näitä asioita selkeästi esille, koska yhtiö on melko käytännönläheinen toimintatavoiltaan. Yhtiö pitää riskienhallintaa tärkeänä yhtiön tavoitteiden saavuttamisen kannalta, sillä riskienhallinta on osa strategiprosessia ja yhtiön hallitus on vähän aikaa sitten korostanut riskianalyysien merkityksen tärkeyttä. Yhtiössä pidetään riskienhallintaa myös olennaisena osana johtamisprosesseja. Tämä tulee ilmi siinä, että riskienhallintaa toteutetaan muun muassa projektitasoilla, tuotekehityksessä, muissa yksiköissä, strategiatasolla ja muissa prosesseissa. Yksiköt myös itse viestittävät, että haluavat tehdä riskianalyysejä, koska kokevat, että niistä on hyötyä. Yhtiössä koetaan, että sieltä löytyy riskienhallintaosaamista. Tämä tulee ilmi siinä, että yhtiössä on esimerkiksi koulutusohjelma riskienhallinnasta tuotekehityksessä ja Major Projects –puolella. Tämän lisäksi työntekijät ovat itse halunneet koulutusta ja heitä on koulutettu tekemään riskianalyysejä. Yhtiön päätöksentekijät eri tasoilla osallistuvat riskienhallinnan toteuttamiseen. Toteuttamiseen osallistuvat maayksiköiden johtoryhmät ja toimitusjohtajat, jotka aluksi tekevät riskianalyysin. Tieto riskeistä lähtee tämän jälkeen konsolidoitumaan ylöspäin

ja riskienhallintafunktio kerää niistä globaalin kuvan. Tämä globaali kuvaus riskeistä käsitellään yhtiön 30 - 40 avainjohtajan kanssa. Lopulta riskienhallintaan osallistuu myös yhtiön johtoryhmä ja hallitus.

Vuosittaisessa strategiaprosessissa riskienhallinta tulee esille siinä, että yksiköt selvittävät, mitkä ovat heidän keskeiset mahdollisuudet ja uhat liiketoiminnassaan. Strategian muodostuksen taustalla ovat riskianalyysit ja keskustelussa on mukana jatkuvasti riskit. Yhtiöltä ei löydy formaalia riskienhallintasuunnitelmaa, mikä korreloisi strategiiden kanssa. Yhtiölle riittää, että he tunnistavat riskit ja tekevät niille Action Plan:it ilman kokoavaa formaalia suunnitelmaa. Yksittäisille merkittävimmille riskeille tehdään riskienhallintasuunnitelmat ja riskienhallintafunktio seuraa, että suunnitelmia toteutetaan. Yhtiöllä on olemassa riskienhallintapolitiikka, jonka hallitus on hyväksynyt useampi vuosi sitten. Poliitiikan omistaa riskienhallintafunktio. Yhtiö ei koe, että riskienhallintaa tulee toteuttaa politiikkojen kautta, vaan tekemisen tulee lähteä siitä, että koetaan riskienhallinnan tuottavan lisäarvoa omaan toimintaan. Riskienhallintapolitiikalle ei ole annettu kovin suurta painoarvoa. Yhtiö on määritellyt riskienhallintafunktiolle tavoitteet, mutta varsinaisesti itse riskienhallintaan ei ole määritelty suoria tavoitteita, jotka koskisivat kaikkia riskienhallintaa toteuttavia henkilöitä. Tavoitteet tulevat lähinnä esille määriteltyjen vastuiden kautta eli mitä tehtäviä riskienhallintaan esimerkiksi kuuluu.

Yhtiön riskienhallintaprosessi alkaa alkuvuodesta maa- ja operatiivisissa yksiköissä markkina-analyysin tekemisellä. Markkina-analyysissä yksiköt katselevat, mihin liiketoiminta on menossa ja analysoivat keskeisimmät mahdollisuudet sekä uhat liiketoiminnalleen. Näitä riskejä varten yksiköt määritelevät myös hallintakeinot. Nämä samat asiat raportoidaan yhtiön johtoryhmälle kesän alussa. Syksyllä yhtiössä lähdetään rakentamaan globaalia riskikarttaa. Tämä päivitys alkaa siitä, että riskienhallintajohtaja käy keskustelemassa yksitellen johtoryhmän jäsenten kanssa. Lisäksi haastatteluihin osallistuu myös muita keskeisiä johtajia. Näiden haastattelujen pohjalta riskienhallintafunktio muodostaa lopullisen globaalin riskikartan. Lopulta riskikartta esitellään yhtiön hallitukselle vuoden loppupuolella. Hallituksen esityksen jälkeen yksiköille informoidaan riskien globaali kuva. Tähän asti yksiköt ovat tietoisia vain omaa liiketoimintaansa kohtaavista riskeistä ja edellisen vuoden globaaleista riskeistä. Vuosittaisen riskienhallinnan prosessin lisäksi yhtiössä avustetaan kvartaalitasolla riskinomistajia. Joihinkin keskeisiin riskeihin saatetaan vielä tehdä tarkempia riskianalyysseja vuoden aikana esimerkiksi tuotantoprosesseihin liittyviin keskeytysriskeihin. Yhtiö on kuvannut riskienhal-

lintaprosessinsa ja se käyttää lisäksi vuosikelloa, mitä tosin ei ole lähiaikoina päivitetty. Yhtiö kokee, että sillä on riittävästi resursseja riskienhallintaprosessin toteuttamiseen, mutta mainitsee myös, että resursseja voisi olla enemmänkin. Yhtiön riskienhallintaprosessista vastaa riskienhallintafunktio. Yhtiön maayksiköissä on määritelty riskienhallinnasta vastaavien roolit ja näiden yksiköiden välille on luotu network. Tätä prosessia ei kuitenkaan systemaattisesti auditoida, mutta riskienhallintafunktio pyrkii seuraamaan tilannetta aina tarvittaessa. Yhtiö mainitsee, että valvonta voisi olla systemaattisempaa, jos olisi enemmän resursseja käytössä. Riskienhallintafunktiota auditoi sisäinen tarkastus vuosittain.

Riskien tunnistamiseen osallistuvat eri maayksiköiden johtoryhmät, toimitusjohtajat ja muut keskeiset johtajat. Varsinaiseen ERM-riskienhallinnan riskien tunnistamiseen työntekijät eivät osallistu, mutta esimerkiksi tuotekehityksessä työntekijöiden on mahdollista tunnistaa sitä aluetta koskevia riskejä. Strategiaprosessissa olevien avainhenkilöiden on mahdollista ottaa riskien arvioinnissa huomioon myös työntekijöiden näkemyksiä, mutta tätä ei ole konsernin tasolla mitenkään erityisemmin seurattu. Yhtiö tavoitteena on tunnistaa riskien kumulatiivisia vaikutuksia. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että miten keskeytysriski voisi vaikuttaa globaalisti tai miten maineriskin toteutuminen vaikuttaisi eri liiketoimintoihin. Varsinaista formaalia dokumentointia seurannaisvaikutuksista ei kuitenkaan tehdä. Yhtiö kokee, että tieto riskeistä kulkee hyvin alhaalta ylös ja ylhäältä alas, mutta paremmin alhaalta ylös. Tieto riskeistä kulkee epävirallisemmin ylhäältä alaspäin ja yhtiössä koetaan, että tässä on vielä kehitettävää. Riskienhallintafunktioon ollaan jatkuvasti yhteydessä erilaisista riskeistä. Aina ei välttämättä puhuta riskeistä riskin nimikkeellä, mutta prosessi on haluttu pitää helpommin lähestyttävänä.

Yhtiö määrittelee suurimmille riskeilleen globaalit omistajat ja yhdessä riskienhallintafunktion kanssa riskeille päätetään Action Plan:it. Kaikille pienemmille riskeille ei ole määritelty omistajia, koska yhtiö ei koe tätä tarpeelliseksi. Riskienkäsittelytavan valinnassa yhtiö ottaa lähtökohtaisesti huomioon toteuttamisen vaatimat kustannukset suhteessa saataviin hyötyihin. Yhtiö ei ole laatinut kokoavaa formaalia riskienkäsittelysuunnitelmaa, koska ei koe, että se olisi tarpeellinen. Merkittävimmille riskille yhtiö kyllä määrittelee omat suunnitelmansa. Yhtiö ottaa riskianalyysissä huomioon myös mahdollisen jäännösriskin. Tämä tulee esille siinä, että muodostettaessa riskikarttaa mietitään samalla olemassa olevia kontroleja kyseisen riskin hallitsemiseksi. Tällöin keskustelussa on myös jäännösriski, kun yhtiö miettii voiko jäljelle jääneen riskin hyväksyä. Yhtiö ottaa riskienhallinnassaan myös huomioon mahdolliset seurausriskit. Nämä tulevat esille esimerkiksi turvallisuuden puolella, jossa jonkin riskin poistami-

nen saattaa aiheuttaa uuden juridisen riskin. Tätä ajattelumallia viedään pitkälle, mutta lopputuloksia ei välttämättä dokumentoida.

Ulkoisesti yhtiöllä on selkeät mallit riskiraportointiin. Yhtiö raportoi ulospäin keskeisimmät riskit ja muutaman muun riskin, joita he kokevat tärkeiksi raportoida. Sisäisesti yhtiö raportoi kootusti riskianalyysin tulokset takaisin yksiköihin. Tällä on pyritty siihen, että eri maiden yksiköt näkisivät konsernin kokonaiskuvan riskeistä, eivätkä pelkästään oman yksikkönsä tai maansa riskejä. Yhtiöllä on myös viestintää liittyen Mitigation Actioneihin sisäisesti. Ulkoisesti yhtiö raportoi kvartaaleittain, vuosikertomuksessa ja yhtiön internetsivuilla. Sisäisesti yhtiö raportoi kerran vuodessa kootun riskianalyysin ja kvartaaleittain Follow Up:in. Varsinaista kuukausiraportointia yhtiöllä ei ole riskienhallinnasta tai riskeistä. Yhtiön keskusteluissa riskeistä puhumisen avoimuus vaihtelee. Osasta kokouksia tehdään tallenteita, mutta enemmän silloin, kun halutaan hallita joitain tiettyjä riskejä.

Yhtiö kehittää vuosittain riskienhallinnan puitteita ja suunnitelmia, mutta ei riskienhallintapolitiikkaa. Riskienhallinnan puitteiden kehittämisestä, ylläpidosta ja toteuttamisesta vastaa riskienhallintajohtaja. Yhtiön perehdyttämisohjelmissa riskienhallinta tulee esille siinä, että yhtiöllä on Induction –prosessi, johon osallistuvat keskeiset globaalit ihmiset yhtiöstä. Prosessissa riskienhallinta on myös mukana ja siellä kerrotaan muun muassa, miten riskienhallinta on organisoitu ja miten sitä toteutetaan. Lisäksi yksittäisiin riskeihin liittyvää perehdytystä annetaan uusille työntekijöille, jos riskienhallinta koskee heidän työtään. Kaikille yhtiön työntekijöille ei kuitenkaan anneta työn alussa informaatiota, mitä riskienhallinta yhtiössä on. Yhtiö ei järjestä suoraa koulutusta kokonaisvaltaiseen riskienhallintaan, mutta oppiminen tapahtuu yhdessä tekemisen kautta. Riskienhallintafunktio opastaa tarvittaessa riskienhallinnan parissa työskenteleviä henkilöitä. Tuotekehityksen ja esimerkiksi projektien puolella riskienhallintaan on formaalimpaa koulutusta. ERM-riskienhallintaan ei ole suoraan luotu muita kannustimia kuin riskienhallintafunktion omien tavoitteiden kautta.

5.2 Sijoittajien esittely

Nordea Marketsilta haastatteluun osallistui osakeanalyytikko Manu Rimpelä. Hänellä on 10 vuoden kokemus osakeyhtiöiden analysoimisesta ja koulutustaustaltaan hän on kauppatieteiden maisteri Svenska Handelshögsskolanista. Rimpelä on analysoinut vuoden verran konepajasektorin yhtiöitä ja sitä ennen hänen analysoinnin piiriin on kuulunut muun muassa raken-

nussektori Euroopassa. Rimpelä on myös seurannut muita erilaisia suomalaisia osakkeita. Arvioidessaan kohdeyritysten arvoa, hän käyttää eniten apuna diskontattujen kassavirtojen –mallia ja multippeleita. Rimpelä kertoo, että hänen seuraamallaan konepajasektorilla ei ole kovin paljoa sen tyyppisiä yrityksiä, joita voisi arvioida esimerkiksi sijoitetun pääoman avulla. (Rimpelä, 2016)

Nordea Markets on johtava kansainvälinen pääomamarkkinoiden toimija ja investointipankkikumppani, joka toimii Pohjoismaissa ja Baltiassa. Yhtiö tarjoaa rahoituksellisia palveluita ja ratkaisuja. (www.nordeamarkets.com, 2016a) Nordea Markets kuuluu Nordea konserniin. Nordea konserni tarjoaa vähittäispankki-, tukkupanikki- ja varainhoidon palveluita eri asiakasryhmille. Vähittäispankki on keskittynyt yksityis- ja yritysasiakkaiden palvelemiseen seitsemällä eri markkina-alueella. Tukkupankkitoiminta tuottaa finanssiratkaisuja Nordean suurimmille yritys- ja institutionaalisille asiakkaille. Varainhoito tarjoaa sijoitus-, säästö-, henkivakuutus- ja riskienhallinnan tuotteita. (www.nordea.com 2016a) Nordea konsernin markkina-arvo on noin 41,3 miljardia euroa ja sen taseen loppusumma on 646,9 miljardia euroa vuoden 2015 lopun mukaan. Yhtiöllä on noin 30.000 työntekijää, 10 miljoonaa yksityisasiakasta ja 0,6 miljoonaa yritysasiakasta. (www.nordea.com, 2016b). Yhtiöllä on johtava asema suur-yrityspalveluissa sekä private- ja vähittäispankki toiminnassa. (www.nordea.com, 2016c) Yhtiö on listattu Helsingin, Kööpenhaminan ja Tukholman pörsseissä (www.nordea.com, 2016d). Nordealla on AA-luokitus ja yhtiö valittiin muun muassa vuonna 2015 vuoden pankiksi Länsi-Euroopassa The Bankerin listauksessa ja Pohjoismaiden parhaaksi pankiksi Global Financen listauksessa. (www.nordeamarkets.com, 2016b)

Toinen haastateltavista oli osakeanalyytikko Elina Riutta. Riutta on toiminut osakeanalyytikkona 11 vuotta ja koko kyseisen ajan hän on työskennellyt Evli Oyj:ssä. Riutta on aloittanut työskentelyn Evlillä vuonna 2000. Koulutustaustaltaan Riutta on ekonomi. Hän analysoi parhaillaan konepajasektoria ja on analysoinut sitä noin kuusi vuotta. Aiemmin Riutta keskittyi pankki- ja vakuutussektorin analysointiin. Arvonmäärittämisessä hän käyttää eniten apuna diskontattujen kassavirtojen –mallia, multippeleita ja verrokkiyhtiöitä. Lisäksi tilanteesta riippuen hän käyttää myös kaupankäynnissä maksettua multippeleita arvioidessaan kohdeyritysten arvoa. (Riutta, 2016)

Evli Oyj on sijoittamiseen keskittyvä yksityispankki, joka on perustettu vuonna 1985. Yhtiön asiakaskuntaan kuuluu yksityishenkilöitä, yrityksiä ja institutionaalisia sijoittajia. Yhtiön lii-

ketoiminta muodostuu varainhoidosta, pääomamarkkinapalveluista ja corporate finance – palveluista. Evlillä on toimipisteitä Helsingissä, Turussa, Tukholmassa ja Moskovassa. (www.evli.com, 2016a) Evlin varainhoito tarjoaa varainhoitopalveluita merkittävän sijoitusomaisuuden omaaville yksityishenkilöille, heihin sidoksissa oleville yrityksille ja institutionaalisille sijoittajille, kuten kunnille, vakuutusyhtiöille ja yrityksille. Yhtiön pääomamarkkinat keskittyvät tarjoamaan osakkeiden ja muiden sijoitustuotteiden välitystä, sijoitustutkimusta ja markkinatakauspalveluita. Corporate Finance –liiketoiminta keskittyy pääoma- ja yritys-järjestelyjen neuvontapalveluihin. Varainhoito käsitti 67 % liikevaihdosta, pääomamarkkinat 19 % ja corporate finance 9 % vuoden 2015 lopussa. Evli listautui Helsingin pörssin Nasdaq päälistalle joulukuussa 2015. (Evli Pankki Oyj Vuosikertomus 2015) Konsernin oma pääoma oli vuoden 2015 lopussa 70,2 miljoonaa euroa ja hallinnoituja asiakasvaroja sillä oli 9,4 miljardia euroa. Henkilöstöä yhtiöllä on noin 250. Evlin nettoliikevaihto oli 64,4 miljoonaa euroa ja oman pääoman tuotto 20,2% vuoden 2015 lopussa. (www.evli.com, 2016b) Evlin henkilöstö omistaa yhtiöstä 27 % ja 45 % henkilöstöstä on työskennellyt yhtiössä yli kahdeksan vuotta. Evli Oyj on markkinaosuudeltaan Suomen viidenneksi suurin kotimainen rahastoyhtiö. Evlin varainhoitopalveluja käyttää noin 60 % suomalaisista institutionaalisista sijoittajista. Yhtiön hallinnoimista varoista noin 80 % tulee institutionaalisilta sijoittajilta. (www.evli.com, 2016c) Evli palkittiin vuonna 2015 muun muassa Suomen parhaaksi varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoidossa Euromoneyn luokituksessa (Evli Oyj Vuosikertomus 2015).

Kolmantena haastateltavana oli Mika Heikkilä Taalerilta. Heikkilä on toiminut salkunhoitajana 22 vuotta eri yhtiöissä, mutta nyt viimeisimpänä Taalerilla. Heikkilä on koulutukseltaan kauppatieteiden maisteri Tampereen yliopistosta. Hänen analysoitavanaan on tällä hetkellä maantieteellinen Suomi. Viimeiset 10 – 11 vuotta Heikkilä on keskittynyt arvo-osakepohjaisia rahastoihin, joissa tavoitteena on alhainen hinta per tasearvo. Heikkilä arvioi myös pieniä suomalaisia yhtiöitä. Pääfokus hänellä on Helsingin pörssin noteeratuissa yhtiöissä. Yritysten arvonmäärittämisessä Heikkilä käyttää useita erilaisia metodeja. Heikkilä (2016) nostaa ensimmäisenä esille arvomielessä Price to Bookin. Tämän jälkeen seuraavina metodeina tulevat omavaraisuusaste ja Gearing, eli velkaantuneisuuden mittaaminen. Kolmantena metodina hän esittää diskontattujen kassavirtojen menetelmää. Tämän jälkeen tulevat erilaiset tulostittarit kuten P/E, EV per EBIT ja EV per EBITDA tietyissä tapauksissa. Pienissä yhtiöissä Heikkilä mainitsee yhdeksi mittariksi markkina-arvon ja joissakin määrin hän katsoo yhtiöiden betaa. (Heikkilä, 2016)

Taaleri Oyj tuottaa rahoitus- ja varainhoitopalveluita yrityksille, yksityisille sijoittajille ja institutionaalisille sijoittajille. Konserni rakentuu emoyhtiö Taaleri Oyj:stä ja neljästä tytäryhtiöstä. Yhtiöllä on toimipisteitä Helsingissä, Turussa, Tampereella, Porissa, Oulussa, Istanbulissa ja Nairobissa. (www.taaleri.com, 2016a) Taaleri on perustettu vuonna 2007 ja vuoteen 2015 asti se toimi nimellä Taaleritehdas (www.taaleri.com, 2016b). Taaleri on jaettu kahteen liiketoimintasegmenttiin: varainhoitoon ja rahoitukseen. Rahoitus jakaantuu vielä suorarahoitukseen ja takausvakuutukseen. Varainhoito segmentti koostuu Taaleri Varainhoito Oy:stä ja sen tytäryhtiöistä sekä Taaleri Pääomarahastot Oy:stä ja sen tytäryhtiöistä. Varainhoidon asiakasmäärä vuoden 2015 lopussa oli 3500. Rahoitussegmentti koostuu Vakuutusosakeyhtiö Garantiasta ja Fellow Finance Oy:stä. Garantiasta tarjoaa muun muassa takausvakuutuksia ja Fellow Finance vertaislainapalveluita. Rahoitussegmentin suurimmat tuottoerät vuonna 2015 olivat takausvakuutusten vakuutusmaksutuotot ja sijoitustoiminnan tuotot. Koko Taaleri konsernin liikevaihto vuonna 2015 oli 58,4 miljoonaa euroa ja hallinnoitavia varoja Taalerilla oli 3,9 miljardia euroa. Yhtiö on listattu Helsingin pörssin First North Finland listalla ja vuoden 2015 lopussa yhtiön markkina-arvo oli 237,2 miljoonaa euroa. Taalerin osakekurssi vuoden 2015 viimeisenä päivänä oli 8,38 euroa. Osakkeenomistajia yhtiöllä oli vuoden 2015 lopussa 1760 kappaletta. Yhtiö ilmoitti listautuvansa vuonna 2016 Helsingin pörssin päälistalle. (Taaleri Oyj vuosikertomus 2015)

Neljäntenä haastateltavana oli Henri Parkkinen OP:lta. Parkkinen toimii osaketutkimusjohtajana Pohjola Pankki Oyj:ssä ja kokemusta hänellä on 16 vuotta alalta. Hän on toiminut OP:lla koko 16 vuoden ajan. Koulutukseltaan Parkkinen on yhteiskuntatieteiden maisteri. Tällä hetkellä hän analysoi metsä- ja energiasektoria. Aikaisemmin häneltä on kertynyt kokemusta muun muassa rakentamis-, kaupan alan-, ja kemian alan sektoreiden analysoimisesta. Parkkinen (2016) kertoo käyttävänsä hyvin laajasti erilaisia arvonmäärittämenetelmiä arvioidessaan yritysten arvoa. Ensimmäiseksi hän listaa tuloslaskelma- ja taseperusteiset valuaatiomallit ja vertailuryhmät. Nämä muodostavat noin 70 % arvonmäärittäykseen käytettävistä menetelmistä. Näiden lisäksi Parkkinen käyttää diskontattujen kassavirtojen –mallia ja osien arvosummalaskelmia. Osien arvosummalaskelmia hän käyttää yrityksissä, joissa kyseisen määrittäksen pystyy järkevällä tavalla tekemään ja se tuo jotain relevanttia lisäarvoa. (Parkkinen, 2016)

Pohjola Pankki Oyj kuuluu OP konserniin. Pohjola Pankki on OP-Pohjola osuuskunnan merkittävin tytäryhtiö. Pohjola Pankki Oyj tarjoaa sijoitus-, pankki- ja vahinkovakuutuspalveluita ja yhtiö jakautuu samannimisiin liiketoimintasegmentteihin. Pohjola toimii pankkitoiminnassa

yrittyspankkina keskisuurille ja suurille yhtiöille. Vahinkovakuutustoiminnassa yhtiö tarjoaa vakuutusturvaa yritys-, henkilö- ja yhteisöasiakkaille. Varallisuudenhoito puolestaan toimii henkilö- ja instituutioasiakkaiden varainhoitajana. (www.pohjola.fi, 2016a) Pohjola Oyj:n tulos ennen veroja oli 652 miljoonaa euroa ja oman pääoman tuotto oli 14,8 % vuoden 2015 lopussa. Varallisuuden hoidolla oli vuoden 2015 lopussa hallinnoitavia asiakasvaroja 47 miljardia euroa. Varallisuudenhoito siirtyi Pohjola Pankki Oyj:ltä OP osuuskunnalle osittaisjakautumisessa 31.12.2015. (Pohjola Oyj vuosikertomus 2015)

5.3 Tutkimuksen toteutus

Tutkielman aineisto on koottu kymmenen haastattelun avulla. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen selvittämiseksi haastatteluihin valittiin viiden kohdeyrityksen riskienhallinnasta vastaavat henkilöt. Nämä henkilöt olivat joko riskienhallintapäälliköitä tai –johtajia suomalaisista teollisuuden suurista pörssiyhtiöistä. Neljästä kohdeyrityksestä osallistui yksi henkilö haastatteluun ja yhdestä pörssiyhtiöstä kaksi henkilöä. Haastattelut suoritettiin joulukuussa ja helmikuussa 2015. Haastatteluihin käytettiin aikaa tunnista puoleentoista tuntiin. Jokaiselle kohdeyritykselle lähetettiin vielä haastattelujen jälkeen sähköpostilla tarkentavia kysymyksiä selaisista aihepiireistä, joista haastattelujen aikana ei oltu saatu tarpeeksi analysoitavaa aineistoa. Lisäkysymysten tarkoituksena oli saada vahvistusta aiempiin käsityksiin ja tuoda tätä kautta myös lisää validiutta tutkimukseen. Yhden kohdeyrityksen kanssa tehtiin vielä helmikuussa 2016 lisähaastattelu liittyen sähköpostilla laitettuihin kysymyksiin. Kaksi kolmesta yhtiöstä ei vastannut sähköpostilla laitettuihin lisäkysymyksiin.

Pörssiyhtiöiden haastattelukysymykset rakennettiin ISO 31000:2009 –standardin pohjalta. Liitteessä kaksi esitetään seitsemän eri teemaa, joiden alaisuuteen on otettu ISO 31000:2009 –standardista teemaan sopivia kokonaisuuksia. Jokaista teemaa varten on valittu viisi alateemaa ja näiden alateemojen perusteella on koottu haastattelukysymykset. Haastattelukysymykset pörssiyhtiöille esitetään tutkielman liitteessä kolme.

Toisen tutkimuskysymyksen selvittämiseksi haastateltiin neljän varainhoitoyhtiön analytiikoita, salkunhoitajaa ja osaketutkimusjohtajaa. Nämä yhtiöt olivat Evli, Nordea, Taaleri ja Pohjola. Haastattelut suoritettiin helmikuussa 2016 ja haastatteluihin käytettiin aikaa noin tunti per haastattelu. Kahdelle haastateltavalle lähetettiin haastattelun jälkeen täydentäviä kysymyksiä sähköpostilla, jotta saatiin vahvistusta haastatteluissa esiin nousseille käsityksille.

Haastateltaville lähetettiin ennakoon sähköpostilla Kone Oyj:n, ThyssenKrupp AG:n ja Schindler Group'in riskienhallinnan osuudet vuosikertomuksista joko vuodelta 2014 tai 2015 riippuen siitä, kumpi raporteista oli saatavilla. Näiden riskienhallinnan osioiden avulla haluttiin varmistaa, että haastateltavat näkevät erilaisia mahdollisia raportointitapoja riskienhallinnasta ja tätä kautta antaa haastateltaville tukea kysymyksiin vastaamiselle. Ennakoon annetut tiedot valittiin saman toimialan yrityksistä, jotka toimivat globaalisti myös samoilla markkinoilla. Raporteista laajin oli ThyssenKruppin vuoden 2014 vuosikertomuksen riskienhallinta-osio, joka koostui 27 sivusta. Koneen vuoden 2015 riskienhallintaosiossa oli 8 sivua ja Schindlerin vuoden 2014 osiossa 7 sivua.

Sijoittajien haastattelukysymykset on jaettu kuuteen teemaan. Aluksi selvitettiin haastateltavien taustoja. Tämän jälkeen pyrittiin selvittämään millaisia arvonmääritysmenetelmiä haastateltavat käyttävät ja miten he ottavat yrityksen riskillisyyden huomioon arvonmäärittämisessä. Seuraavaksi selvitettiin riskienhallinnan ulkoisen informaation muotoseikkoja. Lopuksi pyrittiin vielä selvittämään riskienhallinnan ulkoisen informaation sisällöllisiä tekijöitä. Haastattelukysymykset sijoittajille esitetään tutkielman liitteessä neljä.

Aineiston analysointi tapahtui haastattelijan tulkinnan perusteella sanatarkasti litteroidusta aineistosta. Kaikki haastattelut nauhoitettiin ja tallennettiin mp3 –muodossa tutkijan tietokoneelle. Aineisto järjesteltiin ja pyrittiin tuomaan esiin sen rakentuminen. Litterointi suoritettiin Microsoft Wordilla, josta aineistoa luokiteltiin Microsoft Excelin avulla eri teemoihin. Jokainen haastattelu litteroitiin omaan tiedostoon ja jokainen haastattelijan sekä haastateltavan puheenvuoro numeroitiin suuruusjärjestykseen kronologisesti. Numeroiduista litteroiduista aineistosta siirrettiin tämän jälkeen aineistoa pää- ja alateemojen mukaisesti Microsoft Exceliin. Jokaiselle haastateltavalle tehtiin Exceliin oma välilehti, johon aineistoa siirrettiin litteroidusta haastattelusta. Aineiston analysointi toteutettiin teemoittelun avulla. Teemoittelulla voidaan tarkoittaa sitä, että analyysivaiheessa tarkastellaan piirteitä, jotka ovat samankaltaisia usealla haastateltavalla (Hirsjärvi & Hurme 2001, 173). Excelissä aineistoa jaettiin kokonaisuudesta osiin ja otettiin teemoittain huomioon tärkeimmät elementit. Lähtöaineistoa pyrittiin teemoittelun avulla induktiivisesti muokkaamaan ja ryhmittelemään luokiksi. Kun jokaisen teeman alle oli saatu aineistoa, pyrittiin näistä tuloksista johtamaan tulkinta. Kvalitatiivisten tutkimusten analyyseissä tutkijan pyrkimyksenä on päästä onnistuneisiin tulkintoihin. Haastatteluissa syntynyttä tekstiä on mahdollista tulkita eri näkökulmista ja monin tavoin. (Hirsjärvi & Hurme 2001, 151) Tässä tutkimuksessa tulkintaa tehtiin koko tutkimusprosessin ajan.

6 TUTKIMUSTULOKSET

6.1 Riskienhallinnan tason analysointi

Tässä luvussa analysoidaan luvussa 5.1 esitettyä aineistoa kohdeyhtiöiden ISO 31000:2009 mukaisesta riskienhallinnasta. Analysointi tapahtuu pääteemojen mukaisessa järjestyksessä. Teemojen järjestys on kulttuuri, yhtiön strategia ja riskienhallinta, riskienhallinnan prosessi, riskien arviointi ja tunnistaminen, riskien käsittely, riskiraportointi ja riskienhallinnan kehittäminen. Tutkielman liitteessä kaksi esitetään tarkemmin riskienhallinnan tason selvittämiseksi käytetyt ISO 31000:2009 –standardin kriteerit teemoittain. Analysoinnin tulokset esitetään teemoittain taulukoissa.

6.1.1 Riskienhallinnan kulttuuri

TAULUKKO 1 Riskienhallinnan kulttuuri

Kulttuuri	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko kypsä	Kypsä
Alateemat: Toimintaperiaatteet ja arvot Johdon tuki Päätöksentekijöiden mukanaolo Riskienhallintaosaaminen Osa keskeisiä johtamisprosesseja		Yhtiö C	Yhtiö A	Yhtiö D	Yhtiöt B & E

Yllä olevassa taulukossa 1 on esitetty jokaisen yhtiön saavuttama tason riskienhallinnan kulttuurin osalta. Taulukon 1 vasemmassa sarakkeessa on esitetty tasoon vaikuttavat alateemat. Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan kulttuuri on korkeimmillaan yhtiöissä B ja E. Matalimmalla tasolla on yhtiö C. Keskivaiheilla kokonaisvaltaisen riskienhallinnan kulttuurin osalta ovat yhtiöt A ja D. Yhtiöissä A, C, D ja E yhtiön toimintaperiaatteet, arvot ja kulttuuri eivät nouse vahvasti esille riskienhallintaprosessissa, mutta riskienhallinta koetaan hyvin implementoituneen osaksi liiketoimintoja ja yhtiön arvojen näkyminen riippuu suurilta osin henkilöistä, jotka toteuttavat riskienhallintaa liiketoiminnoissa. Yhtiö B on varmistanut Compliance-toiminnon kanssa, että arvot ja kulttuuri ovat osana riskienhallinnan prosessia. Yhtiöistä A, B, D ja E kokevat, että yhtiön johto pitää riskienhallintaa tärkeänä yhtiön tavoitteiden saavuttamisen kannalta, mutta yhtiössä D koetaan, että johto voisi pitää riskienhallintaa vielä tärkeämpänäkin. Yhtiössä C koetaan, että riskienhallinta on lähinnä osa muuta yhtiön toimintaa. Kaikissa yhtiössä riskienhallinnassa ovat mukana päätöksentekijät liiketoiminnois-

ta/yksiköistä aina ylimpään johtoon ja hallitukseen saakka. Kaikissa yhtiöissä koetaan, että yhtiöistä löytyy tarvittavaa riskienhallintaosaamista. Yhtiöt A, B, C ja D kuitenkin mainitsevat, että tätä osa-aluetta voisi kehittää vielä enemmän. Yhtiöissä A ja C nähdään, että riskienhallintaosaaminen liiketoimintayksiköissä riippuu paljolti riskienhallintaa toteuttavien henkilöiden omista intresseistä riskienhallintaa kohtaan. Yhtiöt B ja E kokevat, että riskienhallinta on osa yhtiöiden johtamisprosesseja. Tämä näkyy muun muassa siinä, että yhtiö B on kehittänyt riskienhallinnan korporaatiotasaisen yhteistyöympyrän, jossa käydään viikoittain läpi pinnalla olevia uhkia ja mahdollisuuksia. Yhtiössä E riskienhallinnan johto on ilmaissut kiinnostuksensa vahvasti riskienhallintaa kohtaan ja käyttää riskianalyysijä osana päätöksentekoa. Yhtiöissä A, C ja D koetaan, että riskienhallinta on lähinnä tukitoiminto eikä keskeinen osa johtamisprosesseja.

6.1.2 Yrityksen strategia ja riskienhallinta

TAULUKKO 2 Strategia ja riskienhallinta

Strategia ja riskienhallinta	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko Kypsä	Kypsä
Alateemat: Riskienhallinnan yhdistäminen strategiseen suunnitteluun Riskienhallintasuunnitelma Riskienhallintapolitiikka Riskienhallintafunktion toiminnan seuranta Riskienhallinnan tavoitteet ja yhtiön tavoitteet			Yhtiöt A, C, D & E	Yhtiö B	

Taulukossa 2 on esitetty kohdeyhtiöiden saavuttamat tasot strategian ja riskienhallinnan yhdistämisen osalta. Taulukon 2 vasemmassa sarakkeessa on esitetty tasoon vaikuttavat alateemat. Melko kypsällä tasolla strategian ja riskienhallinnan kentässä on yhtiö B. Seuraavalla kehittyvällä tasolla ovat A, C, D ja E. Yhtiöillä B, D ja E yhtiön strategiaprosessissa riskienhallinta on mukana vahvasti keskusteluissa ja strategiatason henkilöt osallistuvat riskien tunnistamiseen. Riskienhallinnan tuotokset myös näkyvät strategisessa suunnittelussa. Näitä tuotoksia ovat esimerkiksi riskikartat, riskiarvio ja riskianalyysit. Yhtiöillä A ja C strategisen suunnittelun keskusteluissa on vahvasti esillä riskit. Yhdelläkään kohdeyhtiöllä ei ole formaalia riskienhallintasuunnitelmaa, mikä koskisi laajasti monia riskejä. Yhtiöillä A, B ja C on osana riskienhallintapolitiikkaa mainittu tavoitteet riskienhallinnalle, mutta ei suoranaisia mekanismeja riskien hallintaan. Yhtiössä E jokaiselle riskille itsestään on määriteltä toimenpidesuunnitelma, mutta varsinaista kokoavaa riskienhallinnan suunnitelmaa ei yhtiössä ole.

Kaikissa yhtiöissä on määritelty riskienhallintapolitiikka. Yhtiöissä A, B ja C politiikkaa on päivitetty lähiaikoina vastaamaan paremmin yhtiön nykyistä riskienhallintaa ja sitä seurataan vuosittain. Yhtiöissä D ja E riskienhallintapolitiikka on päivitetty viimeksi noin viisi – seitsemän vuotta sitten. Yhtiöiden B, C ja D riskienhallintapolitiikoissa on määritelty riskienhallinnalle tavoitteet. Yhtiön E riskienhallintafunktiolle johto on määrittänyt tavoitteet ja muiden riskienhallintaa toteuttavien henkilöiden tavoitteet tulevat omien vastuidensa kautta. Yhtiö A:lla ei ole erikseen kokonaisvaltaiseen riskienhallintaan johdon määrittelemiä tavoitteita. Kaikissa kohdeyhtiöissä riskienhallintaa valvoo sisäinen tarkastus vuosittain. Yhtiössä B Risk Management –tiimi lisäksi seuraa riskienhallinnan prosessin toteutumista. Yhtiössä E riskienhallintafunktio pyrkii seuraamaan yksiköissä tapahtuvaa riskienhallintaa, mutta mainitsee, että tähän voisi olla enemmän resursseja. Yhtiössä D ulkopuolinen riippumaton toimija tarkastaa riskienhallintayksikön toimintaa kahden – kolmen vuoden välein.

6.1.3 Riskienhallinnan prosessi

TAULUKKO 3 Riskienhallinnan prosessi

Riskienhallinnan prosessi	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko Kypsä	Kypsä
Alateemat: Dokumentoitu prosessi Prosessin vaiheet Tarvittavat resurssit Vastuuhenkilöt Prosessin seuranta				Yhtiöt A & C	Yhtiöt B, D & E

Taulukossa 3 on esitetty kohdeyhtiöiden saavuttamat tasot riskienhallinnan prosessin osalta. Taulukon 3 vasempaan sarakkeeseen on tuotu esille tasoon vaikuttaneet alateemat. Kypsimmällä tasolla riskienhallinnan prosessissa ovat yhtiöt B, D ja E. Melko kypsällä tasolla ovat yhtiöt A ja C. Kaikki yhtiöt ovat kuvanneet, dokumentoineet ja aikatauluttaneet riskienhallinnan prosessin. Apuna on käytetty muun muassa vuosikelloa, prosessikaavioita ja riskienhallintapolitiikkaa. Jokaisen yhtiön prosessin vaiheet noudattavat samaa päälinjaa, jossa liiketoiminnot tunnistavat ja arvioivat aluksi riskejä, jonka jälkeen riskit kootaan ja lopulta toimitetaan yhtiöiden johdolle. Yhtiöissä B, D ja E riskienhallinnan prosessin jokaiseen vaiheeseen on nimetty vastuuhenkilöt. Yhtiössä D riskienhallinnan prosessin vastuuhenkilöt ovat liiketoimintojen Risk Championeja ja yhtiössä E riskienhallintafunktio vastaa jokaisesta prosessin vaiheesta. Yhtiössä A ja C osaan prosessin vaiheista on nimetty vastuuhenkilö, mutta kuinka hyvin vastuuta noudatetaan, riippuu aina henkilöstä ja vastuun noudattaminen vaihtelee. Yhtiöissä B ja D koetaan, että riskienhallinnan prosessin toteuttamiseen on varattu riittävästi

resursseja. Yhtiöt A, C ja E kokevat, että resursseja on, mutta niitä voisi olla enemmänkin. Resursseilla tarkoitetaan tässä aikaa ja ihmisiä riskienhallintaprosessin toteuttamiseen. Yhtiöissä B, D ja E riskienhallintaprosessia valvovat useat tahot. Yhtiössä B valvontaan osallistuvat sisäinen tarkastus ja Risk Managerit vuosittain. Yhtiössä D prosessin seurantaan osallistuvat sisäinen tarkastus, riskienhallintajohtaja, Audit komitea ja ulkoiset toimijat. Yhtiössä E prosessin seurantaan osallistuvat riskienhallintafunktio ja sisäinen tarkastus. Yhtiöissä A ja C seurannan tekee lähinnä sisäinen tarkastus.

6.1.4 Riskien arviointi ja tunnistaminen

TAULUKKO 4 Riskien arviointi ja tunnistaminen

Riskien arviointi ja tunnistaminen	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko Kypsä	Kypsä
Alateemat: Arvioinnin vaiheet Oikeat henkilöt Tunnistettavat riskit Vaikutusten huomiointi Tiedonvaihto riskeistä				Yhtiöt B, C, D & E	Yhtiö A

Taulukossa 4 on esitetty kohdeyhtiöiden saavuttamat tasot riskien arvioinnin ja tunnistamisen osalta. Taulukon 4 vasempaan sarakkeeseen on koottu tasoon vaikuttavat alateemat. Riskien arviointi ja tunnistaminen ovat kypsällä tasolla yhtiöllä A. Melko kypsällä tasolla ovat yhtiöt B, C, D ja E. Kaikissa kohdeyhtiöissä riskien arviointi sisältää riskien tunnistamisen, riskianalyysin ja riskin merkityksen arvioinnin. Kaikki yhtiöt tunnistavat sisäisiä ja ulkoisia riskejä. Ulkoisten riskien tunnistamista pidetään kaikissa yhtiöissä erittäin tärkeänä. Eroja yhtiöiden välillä löytyy riskejä tunnistavista henkilöistä, riskien vaikutusten huomioinnista ja riskeihin liittyvästä tiedonvaihdosta. Yhtiössä A riskien tunnistamiseen osallistuvat liiketoimintojen johtoryhmien jäsenet eli noin kymmenen henkilöä per liiketoiminto ja vuosittain riskien tunnistamiseen osallistuu noin 100 henkeä yhtiöstä. Yhtiössä B operatiivisten riskien tunnistamiseen osallistuu Corporate Security –tiimi. Taloudellisten riskien tunnistamiseen osallistuvat talousjohto ja –toiminto. Strategisia riskejä tunnistavat yhtiön johto mukaan lukien strategia- ja talousjohto. Yhtiössä C riskien tunnistamiseen osallistuu liiketoimintojen johtajien koolle kutsumat Management –tiimit, jotka koostuvat noin 5 – 10 hengestä. Yhtiössä D liiketoimintojen johtaja valitsee keskuudestaan Risk Championin, jonka tehtävänä on tunnistaa riskejä omassa liiketoiminnossaan. Näitä henkilöitä voivat olla esimerkiksi business developer tai strategiavastuullinen henkilö. Yhtiössä E eri maiden johtoryhmät ja toimitusjohtajat huolehtivat riskien tunnistamisesta. ERM riskien tunnistamiseen osallistuu kokonaisuudessaan noin

40 henkeä. Riskien tunnistamisessa tulisi ottaa huomioon seurannaisvaikutukset ja kumulatiiviset vaikutukset (ISO 31000:2009 2011, 40). Kaikissa kohdeyhtiöissä riskejä ja niiden vaikutuksia tarkastellaan yli liiketoimintojen. Yhtiöt esimerkiksi tarkastelevat, miten tietyn raaka-aineen hinnan muutos vaikuttaa eri liiketoimintoihin tai miten jonkin liiketoiminnon yksittäinen riski voisi vaikuttaa yhtiön toisiin toimintoihin. Yhtiössä A vaikutusten huomiointia ei ole kuitenkaan ulotettu niin pitkälle, että tarkasteltaisiin useamman toteutuneen riskin mahdollisia yhteisiä seurannaisvaikutuksia. Yhtiössä B korrelaatioita katsotaan eri riskien välillä, mutta tarkastelussa ei ole haluttu mennä liian syvälle, koska yhtiö kokee, ettei se ole tarpeellista. Yhtiössä C riskien seurannaisvaikutusten ja kumulatiivisten vaikutusten arviointi riippuu liiketoiminnon omasta valinnasta. Osa vie analysointia pidemmälle ja osa ei. Yhtiössä D seurausten arviointia viedään pidemmälle merkittävimmissä riskeissä, mutta pienemmissä riskeissä tälle ei ole koettu tarvetta. Yhtiössä E riskien mahdolliset seurannaisvaikutuksia tarkastellaan globaalilla tasolla, mutta tästä ei tehdä formaalia dokumentointia. Yhtiöt A, B, C ja E kokevat, että tiedonvaihto riskeistä kulkee hyvin alhaalta ylös ja ylhäältä alas. Yhtiö B kuitenkin lisää, että tiedonvaihto voisi sujua myös paremminkin, mutta viime vuosina se on parantunut huomattavasti. Yhtiön D mukaan tieto riskeistä kulkee yhtiössä paremmin ylös- kuin alaspäin. Myös yhtiö D kokee, että tieto kulkee paremmin ylöspäin ja tässä osa-alueessa olisi vielä kehitettävää.

6.1.5 Riskien käsittely

TAULUKKO 5 Riskien käsittely

Riskien käsittely	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko Kypsä	Kypsä
Alateemat: Riskien omistajat Riskienkäsittelytavan valinta Riskienkäsittelysuunnitelma Jäännösriski Seurausriski		Yhtiö C	Yhtiö D & E	Yhtiö B	

Taulukossa 5 esitetään kohdeyhtiöiden saavuttamat tasot riskien käsittelyssä. Taulukon 5 vasempaan sarakkeeseen on koottu tasoon vaikuttaneet alateemat. Korkein melko kypsä riskien käsittelyn taso on yhtiöllä B. Yhtiöillä D ja E riskien käsittely on kehittyvällä tasolla ja yhtiöllä C aloittelevalla tasolla. Yhtiöltä A puuttuivat vastaukset jäännös- ja seurausriskien osalta, joten yhtiön tulos ei ole vertailukelpoinen muiden yhtiöiden kanssa. Yhtiöissä C, D ja E suurimmille riskeillä määritellään omistajat, jotka ovat vastuussa riskeistä. Yhtiöt eivät pidä tarpeellisena määritellä kaikille riskeille omistajia. Omistajat voivat olla yksittäisiä henkilöitä tai

esimerkiksi tiimi. Yhtiössä A kaikille riskeille pyritään nimeämään omistajat, mutta haasteena yhtiö on kokenut, että kaikki omistajat eivät täytä täysin omistajan velvollisuuksia. Yhtiössä B määritellään riskienhallinnan prosesseille omistajat, jotka vastaavat tätä kautta prosessin sisään kuuluvista riskeistä. Kaikissa yhtiöissä riskienkäsittelytavan valintaan vaikuttavat kustannukset suhteessa riskiin. Kohdeyhtiöissä A, C, D ja E ei ole kokoavaa formaalia riskinkäsittelysuunnitelmaa. Yhtiössä E on käytössä jokaiselle riskille erikseen omat riskinkäsittelysuunnitelmat. Yhtiössä B riskienhallinnalle on tehty vuosisuunnitelma, jossa käy ilmi muun muassa mitä riskienhallinnassa tullaan tekemään ja mitkä ovat tärkeimmät asiat. Yhtiössä B jäännösriskin seuraaminen ja katselmointi tapahtuu prosessin omistajien toimesta. Yhtiössä C jäännösriskien seuranta ei ole formaalia. Jos jäännösriski on suuri, se tulee vuoden kuluttua esille riskiarvioinnissa uudestaan. Yhtiössä D jäännösriskin seuraaminen tapahtuu silloin, jos riskien tunnistamisessa olevat henkilöt tekevät toimenpiteiden jälkeisen arvioinnin. Tätä tapahtuu vaihtelevasti. Yhtiössä E jäännösriski tulee esille riskianalyseissä ja riskikarttojen määrittelyssä. Yhtiöt B, C ja E eivät dokumentoi formaalisti jäännösriskiä. Yhtiössä D jäännösriskin dokumentointia tehdään vaihtelevasti riippuen aina riskien omistajien intresseistä. Yhtiössä B seurausriski tulee arvioitavaksi prosessin arvioinnin yhteydessä osana kokonaisharkintaa. Yhtiö kokee, että kokonaisharkinnassa olisi vielä kehitettävää. Yhtiössä C seurausriskit tulevat esille riskien mitigaatio –toimenpiteiden yhteydessä. Yhtiöllä ei ole formaalia mekanismeja seurausriskien hallinnalle. Yhtiössä D riskienkäsittelyvaiheessa otetaan huomioon seurausriskit. Yhtiössä E seurausriskit tulevat esille riskienkäsittelyvaiheessa, mutta yhtiö ei välttämättä dokumentoi näitä formaalisti.

6.1.6 Raportointi

TAULUKKO 6 Raportointi

Raportointi	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko Kypsä	Kypsä
Alateemat: Viestinnän ja raportoinnin mallit Viestinnän tiheys Viestintä sisäänpäin Viestintä ulospäin Keskustelu riskeistä ja tallenteet		Yhtiö C	Yhtiö D & E	Yhtiö A	Yhtiö B

Taulukossa 6 on esitetty kohdeyhtiöiden riskienhallinnan raportoinnin tasot. Taulukon 6 vasempaan sarakkeeseen on tuotu esille tasoon vaikuttaneet alateemat. Yhtiön B riskienhallinnan raportointi on kypsimmällä tasolla. Melko kypsällä tasolla on yhtiö A. Kehittyvällä tasolla ovat yhtiöt D ja E sekä aloittelevalla tasolla on yhtiö C. Yhtiöillä B ja E on rakennettu mal-

lit riskienhallinnan sisäiseen ja ulkoiseen viestintään, joissa määritellään mitä ja milloin raportoidaan. Yhtiöillä A, C ja D ei ole varsinaisia formaaleja raportoinnin malleja ei sisäiseen eikä ulkoiseen viestintään. Yhtiö D ilmaisee, että sillä on paremminkin muodostuneet käytännöt viestintään kuin varsinaiset mallit. Kaikki yhtiöt raportoivat ulospäin kvartaaleittain, tilinpäätöksessä ja yhtiön internetsivuilla. Sisäisen riskienhallinnan raportoinnin suhteen yhtiöiden välillä on eroja. Yhtiössä B raportoidaan viikoittain globaalisti liiketoiminta- ja korporaatiotasoon tapahtumista. Raportoinnissa nostetaan esille mitä ollaan tehty, millaisia tapahtumia on ollut, millaisia kriisitapahtumia on ollut ja miten erilaisten vakuutusten kanssa on toimittu. Tämän lisäksi yhtiössä raportoidaan kaksi kertaa vuodessa sisäisesti yhtiön johdolle ja audit komitealle. Yhtiöllä on myös jatkuvaa raportointia Risk Management tiimille riskienhallinnasta. Yhtiöissä A ja C riskienhallinnan sisäistä raportointia ohjaa riskienhallinnan vuosikello. Viestintä tapahtuu yhtiön sisällä riskienhallintaan osallistuvien kesken, mutta varsinaista koko yhtiölle menevää erillistä raportointia riskeistä ja riskienhallinnasta ei ole. Yhtiössä D ei ole keskitettyä sisäistä riskiraportointia myöskään koko yhtiölle, vaan koko konserni saa tietoa riskeistä ja riskienhallinnasta aina osavuosien ja tilinpäätöksen yhteydessä. Yhtiöllä D on lisäksi ERM-raportointi, mutta se kohdistetaan ainoastaan ERM-prosessissa oleville henkilöille. Yhtiössä E sisäisesti raportoidaan riskianalyysin tulokset liiketoimintoihin, mutta varsinaista jatkuvaa koostettua raportointia riskeistä ja riskienhallinnasta yhtiöllä ei ole käytössä. Kaikki yhtiöt viestivät ulospäin lain vaatimat merkittävimmät epävarmuustekijät ja periaatteet, joiden mukaan riskienhallinta on järjestetty. Yhtiöissä A, B ja D kerrotaan lisäksi ulkoisessa viestinnässä muun muassa riskienhallinnan raportoinnista, vuosikellosta, riskienhallintaan osallistuvista tahoista, prosessista ja esitetään riskikartta. Yhtiöissä A ja B koetaan, että keskustelu riskeistä yhtiön kokouksissa on avointa. Yhtiöissä C, D ja E keskustelu riskeistä koetaan vaihtelevan avoimeksi. Kaikissa yhtiöissä tallenteita kokouksista tehdään lähinnä hallituksen kokouksissa pöytäkirjan muodossa tai riskien arvioinnin yhteydessä, mutta muiden tallenteita kokouksista ei ole juurikaan saatavilla.

6.1.7 Riskienhallinnan kehittäminen

TAULUKKO 7 Riskienhallinnan kehittäminen

Kehittäminen	Epäkypsä	Aloitteleva	Kehittyvä	Melko Kypsä	Kypsä
Alateemat: Puitteiden kehittäminen Kehittämisen vastuuhenkilöt Henkilöstön informointi riskienhallinnasta Koulutus Kannustimet			Yhtiöt C, D & E	Yhtiöt A & B	

Taulukossa 7 esitetään kohdeyhtiöiden riskienhallinnan kehittämisen tasot. Taulukon 7 vasempaan sarakkeeseen on tuotu esille tasoon vaikuttaneet alateemat. Yhtiöt A ja B ovat melko kypsällä tasolla riskienhallinnan kehittämisessä. Kehittyvällä tasolla ovat yhtiöt C, D ja E. Riskienhallinnan puitteita ja prosesseja päivitetään vähintään kerran vuodessa yhtiöissä A, B ja E. Yhtiössä E riskienhallintapolitiikkaa ei kuitenkaan päivitetä näin usein. Yhtiö D ilmoittaa kehittävänsä riskienhallinnan puitteita ja prosesseja noin 2 – 3 vuoden välein ja yhtiö D tarvittaessa, mutta ei säännöllisesti vuosittain. Yhtiö C päivittää puitteita, prosesseja ja politiikkoja harvemmin kuin kerran vuodessa. Yhtiössä B puitteiden, prosessien ja politiikkojen kehittämisestä vastaavat Risk Management tiimi ja riskienhallintajohtaja. Muissa kohdeyhtiöissä vastuullisina henkilöinä ovat joko riskienhallintapäällikkö tai -johtaja. Yhtiöiden henkilöstön perehdyttämisohjelmissa kokonaisvaltaista riskienhallintaa ei tuoda kovin näkyvästi esille. Yhtiössä B riskienhallinta esitetään ns. kattokäsitteenä henkilöstölle, mutta riskienhallintaan osallistuville henkilöille annetaan laajempi ohjeistus riskienhallinnasta. Kaikkien yhtiöiden perehdyttämisohjelmissa riskienhallinta tulee esille esimerkiksi työturvallisuuteen viittaavissa asioissa. Kohdeyhtiöiden riskienhallinnan koulutuksen määrä vaihtelee suuresti. Yhtiöissä A, C, D ja E järjestetään koulutusta tarvittaessa, mutta varsinaista vuosittaista koulutusohjelmaa tietyille kohderyhmille ei ole tarjolla. Yhtiö C tarjoaa koulutusta ylimmälle johdolle sekä johtoryhmälle riskienhallintaan ja vakuutuksiin liittyvissä asioissa. Yhtiössä D riskienhallinnassa mukana oleville henkilöille annetaan alussa perehdytys riskienhallintaan yhtiössä, mutta muuta koulutusta yhtiö ei itse järjestä. Yhtiössä E on tapana oppia töiden ohessa, joten varsinaiselle viralliselle koulutukselle ei ole koettu suurta tarvetta. Yhtiön E riskienhallintafunktio opastaa tarvittaessa riskienhallintaan liittyvissä asioissa. Yhtiössä B järjestetään neljä kertaa vuodessa operatiivisiin riskeihin liittyvää koulutusta ja kaksi kertaa vuodessa

Risk Managereille omat koulutuspäivät. Kohdeyhtiöissä ei ole luotu varsinaisia kannustimia liittyen suoraan ERM-riskienhallintaan. Kannustimet tulevat esille osana riskienhallinnassa työskentelevien henkilöiden omien henkilökohtaisten kannustimien tai esimerkiksi työtapaturmien vähentämiseen liittyvien kannustimien kautta.

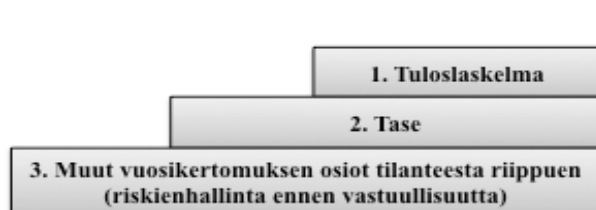
6.2 Riskienhallinnan ulkoisen informaation analysointi

Tässä alaluvussa analysoidaan varanhoitotalojen analyytikoiden, salkunhoitajan ja osaketutkimusjohtajan muodostamia näkemyksiä pörssiyhtiöiden ulkoisen riskienhallinnan informaation merkityksestä yrityksen arvonmäärittämisessä. Aluksi selvitetään riskien ja riskienhallinnan osuutta yrityksen arvonmäärittämisessä sekä tarkastellaan riskienhallinnan informaation merkitystä muiden yrityksen ulkoisen informaation joukossa. Tämän jälkeen tarkastellaan vuosikertomusten ja osavuositarkastusten riskienhallinnan osioiden muutoseikkoja kuten luotettavuutta ja vertailukelpoisuutta. Lopuksi analysoidaan riskienhallinnan ulkoisen informaation sisällöllisiä tekijöitä vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa.

6.2.1 Riskienhallinnan ulkoisen informaation osuus arvonmäärittämisessä

Analyytikot huomioivat kohdeyrityksen riskillisyyden eri tavoin riippuen siitä, mitä arvonmäärittämismenetelmää he käyttävät ja tarkastelevatko he yhtä yritystä vai kokonaista salkkua. Parkkinen (2016), Riutta (2016) ja Rimpelä (2016) laittavat yrityksen riskillisyyden diskontattujen kassavirtojen –mallissa diskonttokorkoon. Mallissa on jo valmiina betat ja riskittömät korot, joten analyytikko voi laittaa omaan arvioon perustuvan näkemyksen näiden riskitekijöiden lisäksi diskonttokorkoon (Riutta, 2016). Riskiä on myös mahdollista sisällyttää suoraan kassavirtaan, jos riski on konkreettinen ja numeerisesti laskettavissa. Tällainen riski voi olla esimerkiksi jonkin korvausvaateen maksaminen tulevaisuudessa. (Rimpelä, 2016) Seurattaessa rahaston riskillisyyttä tärkeäksi riskimittariksi nousee markkinoiden beta ja tämä tulee huomioida rahaston riskistrategiassa. Strategiset tavoitteet ohjaavat rahaston rakennetta ja riskiä ei tule ottaa liikaa strategiaan tavoitteisiin nähden. (Heikkilä, 2016) Kohdeyrityksen riskillisyyden voi ottaa myös huomioon erilaisissa tulevaisuuden ennusteissa, jotka voivat ulottua esimerkiksi vuoden tai viiden vuoden ajanjaksolle. Ennusteet tehdään mallien avulla ja näihin malleihin on mahdollista sisällyttää yrityksen riskillisyyden lukuina tai tehdä varmuusmarginaaleja. Toinen mahdollinen tapa määrittellä erilaisia yrityksen riskitekijöitä arvonmäärittämisessä ovat herkkyyyslaskelmat. (Parkkinen, 2016)

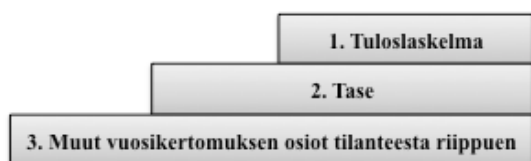
Pörssiyhtiöiden itse tuottamaa informaatiota riskeistä ja riskienhallinnasta on mahdollista saada osavuositarkastuksista, vuosikertomuksesta, yhtiöiden internetsivuilta, pörssitiedotteista ja tulosjulkistuksista. Analyytikoiden on myös mahdollista olla itse yhteydessä kohdeyhtiöihin. Kaikki haastateltavat kertovat lukevansa pörssiyhtiöiden osavuositarkastuksia ja vuosikertomuksia. Parkkinen (2016) ja Rimpelä (2016) kertovat lukevansa riskienhallinnan osiot osavuositarkastuksista ja suurimmilta osin vuosikertomuksista. Rimpelä (2016) kokee, että riskienhallinnan osiot kannattaa lukea, sillä sieltä saattaa paljastua jotain aidosti merkittävää informaatiota yrityksen tilanteesta. Riutta (2016) ja Heikkilä (2016) kokevat, että riskienhallinnan osiot osavuositarkastuksissa ja vuosikertomuksissa tulevat tarkempaan tarkasteluun silloin, jos yrityksellä on aiemmin ollut ongelmia riskienhallinnan kanssa. Yhtiöissä, joissa on onnistuttu hallitsemaan riskejä hyvin, riskienhallinnan osioihin ei välttämättä kiinnitetä niin paljon huomiota. Kuvioissa 8, 9, 10 ja 11 esitetään analytikkojen tärkeysjärjestykseen laittamat aihepiirit vuosikertomuksista yrityksen arvonmäärityksen kannalta. Aihepiirejä ovat tase, tuloslaskelma, taseen liitetiedot, hallinnointiperiaatteet, riskienhallinta, vastuullisuus, henkilöstö ja ympäristö.



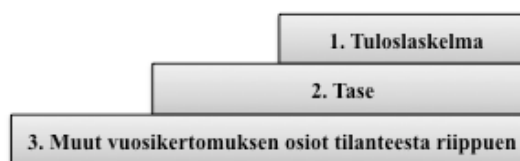
KUVIO 8 Vuosikertomuksen osa-alueet (Rimpelä, 2016)



KUVIO 9 Vuosikertomuksen osa-alueet (Riutta, 2016)



KUVIO 10 Vuosikertomuksen osa-alueet (Heikkilä, 2016)



KUVIO 11 Vuosikertomuksen osa-alueet (Parkkinen, 2016)

Kuvioiden ylin palkki kertoo tärkeimmän osa-alueen ja numerot esittävät osa-alueiden tärkeysjärjestystä. Kaikki haastateltavat laittavat vuosikertomusten kvantitatiivisen informaation ensimmäisille sijoille arvonmäärityksen yhteydessä. Tärkeysjärjestys koetaan myös hyvin paljon kohdeyrityksen tilanteesta riippuvaiseksi. Rimpelän (2016) näkökulmasta tuloslaskel-

man ja taseen jälkeen tulevat muut vuosikertomuksen osiot, mutta jos hänen pitäisi valita riskienhallinnan ja vastuullisuusosion väliltä, hän valitsisi ensimmäiseksi riskienhallinnan. Riutta nostaa kolmanneksi tärkeimmäksi osa-alueeksi taseen liitetiedot, sillä sieltä on mahdollista saada tarkempaa informaatiota kvantitatiivisen tiedon taustoista. Hänen neljänneksi tärkeimmäksi osioksi nousevat muut vuosikertomusten osiot, mutta Riutta nostaa riskienhallinnan kuitenkin tärkeään asemaan. (Riutta, 2016) Heikkilä nostaa tuloslaskelman ja taseen jälkeen tärkeiksi aihepiireiksi kohdeyrityksen toimialan, toiminnan ja aseman. Tämän jälkeen tarkasteluun tulevat vastuullisuusasiat. Tärkeää on kuitenkin huomioda, että järjestys voi olla myös toinen riippuen yrityksen kokonaistilanteesta. (Heikkilä, 2016) Parkkinen (2016) kokee, että numeerisen tiedon jälkeen seuraavaksi tarkasteluun tulee kuvaus yrityksen markkinoista. Tämän jälkeen tärkeimmäksi nousee toimitusjohtajan katsaus yrityksen tilanteeseen. Muut vuosikertomuksen osa-alueet tulevat tämän jälkeen tarkasteluun yrityksen omasta tilanteesta riippuen. (Parkkinen, 2016)

6.2.2 Riskienhallinnan ulkoisen informaation muotoseikat

Taulukkoon 8 on koottu analyytikoiden ja salkunhoitajien näkemyksiä vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa olevien riskienhallinnan osioiden nykytilasta ja mahdollisista kehityskohteista. Taulukon 8 vasempaan sarakkeeseen on otettu esille raportoinnin tiheys, laatu ja luotettavuus sekä vertailukelpoisuus eri pörssiyritysten riskienhallinnan informaation kesken. Keskimmaisessa sarakkeessa käsitellään tämän hetkistä tilannetta edellisten teemojen osalta ja oikeanpuoleisessa sarakkeessa esitetään mahdollisia kehittämisen kohteita. Taulukossa 9 jäljempänä käsitellään varsinaisia sisällöllisiä kehityskohteita riskienhallinnan osioihin vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa.

TAULUKKO 8 Muotoseikat vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa

Riskienhallinnan osiot vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa	Nykytila	Kehitysehdotuksia
Raportoinnin tiheys	<ul style="list-style-type: none"> • Osavuositarkastukset ja tilinpäätös ovat riittävät • Ei tarvetta raportointivälin muuttamiselle 	<ul style="list-style-type: none"> • Vuosikertomusten ja osavuositarkastusten lisäksi yritykset voisivat tiedottaa avoimemmin, jos yrityksen tilanteessa on tapahtunut merkittäviä muutoksia, esimerkiksi jokin tilanne on muuttunut riskillisemmäksi
Raportoinnin laatu ja luotettavuus	<ul style="list-style-type: none"> • Isoissa yhtiöissä arvosana 9 ja pienissä 7 asteikolla 4-10 • Suomalaisissa pörssi-yhtiöissä arvosana 4,5-5 asteikolla 1-5 • Hyvin luotettavaa informaatiota 	<ul style="list-style-type: none"> • Pienissä yhtiöissä lupaus-ten pitäminen
Raportoinnin vertailukelpoisuus	<ul style="list-style-type: none"> • Taloudelliset riskit määrämuotonsa puolesta vertailukelpoisia • Saman toimialan yhtiöissä erityisesti vertailukelpoisia • Suurissa yhtiöissä vertailukelpoisia • Pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä eroavaisuuksia 	<ul style="list-style-type: none"> • Pienten ja keskisuurten yhtiöiden riskienhallinnan informaatio samankaltaisemmaksi

Kaikki haastateltavat kokevat, että kvartaaliraportointi riskienhallinnasta ja riskeistä on pörssi-yhtiöiden osalta riittävää. Parkkinen (2016) kuitenkin vielä painottaa, että yritysten tulisi tiedottaa mahdollisimman nopeasti sellaisista asioista, joilla voi olla vaikutusta yrityksen arvoon kuten jonkin tilanteen muuttuminen riskillisemmäksi. Riskienhallinnan raportoinnin laatua ja luotettavuutta pidetään lähtökohtaisesti erittäin hyvänä suomalaisissa suurissa pörssi-yhtiöissä. Erityisesti suurissa kansainvälisissä yhtiöissä, jotka ovat toimineet pidempään pörssissä, informaatio on laadultaan ja luotettavuudeltaan erinomaista (Parkkinen, 2016). Heikkilä (2016) kokee, että Suomessa on pystynyt luottamaan siihen, että jos yhtiön johto on ilmoittanut tekevänsä jotain, niin näin on myös tapahtunut. Esimerkkinä hän mainitsee Nor-

dean luottotappiot finanssikriisin aikaan, jolloin Nordea tiesi täsmälleen, kuinka suuriksi tappiot tulevat muodostumaan. (Heikkilä, 2016) Pienissä ja keskisuurissa pörssiyhtiöissä raportoinnin laatu ja luotettavuus koetaan vaihtelevana. Parkkinen (2016) näkee, että osasyynä tähän voi olla se, että pienillä ja keskisuurilla yhtiöillä ei välttämättä ole laittaa tarpeeksi resursseja riskienhallintaan verrattuna isoihin yhtiöihin. Riskienhallinnan osioiden vertailukelpoisuus koetaan hyvin paljon tilanteesta riippuvaiseksi. Joillakin osa-alueilla kuten toimialan sisällä tai tietyssä riskikategoriassa vertailtavuus nähdään mahdollisena. Riutan (2016) ja Heikkilän (2016) mukaan esimerkiksi valuuttariskien vertailu eri yhtiöiden kesken on mahdollista ja sama pätee myös globaaliin taloustilanteeseen sekä geopolitiittisiin riskeihin. Parkkinen (2016) kokee, että vertailu riskeistä ja riskienhallinnasta toimialan sisällä on erityisesti vertailukelpoista, mutta pienillä ja keskisuurilla yhtiöillä olisi tässä vielä parantamisen varaa.

6.2.3 Riskienhallinnan ulkoisen informaation sisällölliset tekijät

Taulukossa 9 esitetään näkemyksiä vuosikertomusten ja osavuositarkastusten riskienhallinnan sisällöstä tällä hetkellä ja millaisia sisällöllisiä kehitysehdotuksia haastateltavat antavat. Taulukon vasemmassa sarakkeessa on esitetty sisällöllisiä osa-alueita, jotka ovat uhka ja mahdollisuus, riskilajit, makroekonomiset riskit, riskienhallinnan toimenpiteet ja informaatio vuosikertomuksessa verrattuna osavuositarkastuksiin. Keskimmäiseen sarakkeeseen on koottu haastateltavien näkemyksiä edellisten aihepiirien nykytilasta. Oikeanpuoleiseen sarakkeeseen on nostettu esille haastateltavien mahdollisia kehitysehdotuksia aihepiireittäin. Taulukko jatkuu seuraavalle sivulle.

TAULUKKO 9 Riskienhallinnan informaation sisällöllisiä tekijöitä

Sisältö	Nykytila	Kehitysehdotuksia
Uhka ja mahdollisuus	<ul style="list-style-type: none"> • Jonkin verran liikaa itsestään selviä määritelmiä yhtiöön kohdistuvista riskeistä • Määritelty enemmän uhkatekijöitä kuin mahdollisuuksia 	<ul style="list-style-type: none"> • Itsestäänselvyksiä tulisi välttää • Enemmän tarkempaa tietoa riskien esittelyssä, mutta tiiviisti esitettynä • Liiketoiminnan mahdollisuuksia tulisi avata enemmän riskienhallinnan osiossa tai muissa osioissa • Uhkia ja mahdollisuuksia voisi esittää saman verran • Top 10 riskiä voisi esittää tärkeysjärjestyksessä

Riskilajit: <ul style="list-style-type: none"> • Operatiiviset riskit • Vahinkoriskit • Strategiset riskit • Taloudelliset- ja rahoitusriskit 	<ul style="list-style-type: none"> • Taloudelliset riskit selkeästi määritelty 	<ul style="list-style-type: none"> • Tarkempaa tietoa yhtiön strategisista riskeistä (kilpailijat, markkinat) • Tarkempaa tietoa yhtiön operatiiviseen toimintaan liittyvistä riskeistä
Makroekonomiset riskit: <ul style="list-style-type: none"> • Poliittiset riskit • Demografiset riskit • Sosiokulttuuriset riskit • Globaalit riskit 	<ul style="list-style-type: none"> • Yhtiöt ovat avanneet riittävästi makroekonomisia riskejä • Analytiikat avaavat näitä riskejä enemmän itse 	<ul style="list-style-type: none"> • Yhtiöiden ei tarvitse lisätä informaatiota liittyen makroekonomisiin riskeihin • Yhtiöt voisivat kertoa, mitä lähteitä he ovat käyttäneet määritellessään makroekonomisia riskejä
Riskienhallinnan toimenpiteet	<ul style="list-style-type: none"> • Yhtiöt raportoivat riskienhallinnan toimenpiteistä, mutta niiden seuranta on hankalaa 	<ul style="list-style-type: none"> • Ilmoitetuista riskienhallinnan toimenpiteistä tiheämpää ja avoimempaa raportointia
Vuosikertomus versus osavuositarkastus	<ul style="list-style-type: none"> • Vuosikertomuksissa avataan paremmin riskejä ja riskienhallintaa kuin osavuositarkastuksissa 	<ul style="list-style-type: none"> • Osavuositarkastuksiin esille sellaisia riskejä, joissa on tapahtunut muutoksia vuoden aikana • Osavuositarkastuksiin esille valuuttariskit

Haastateltavat kokevat, että yhtiöt määrittelevät usein riskejä vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa melko ylimalkaisesti. Kuvaukset riskeistä ovat usein yksinkertaisia ja analytiikat haluaisivat saada enemmän täsmällistä tietoa riskien määrittelyyn. Yksi esimerkki ylätasoisesta riskin määrittelystä voisi olla se, että yhtiö ilmoittaa liikevaihtonsa mahdollisesta pienentymisestä, jos kysyntä Kiinassa vähenee. Täsmällisempää tietoa tähän voisi saada esimerkiksi sillä, että yhtiö kertoo uusien kilpailijoiden tulosta markkinoille Kiinassa ja miten yhtiö mahdollisesti varautuu tähän uhkaan. (Rimpelä, 2016) Riutta (2016) ja Heikkilä (2016) kokevat, että yritykset voisivat lisätä uhkien lisäksi myös mahdollisuuksista kertomista. Avaamalla yhtiön näköpiirissä olevia mahdollisuuksia, sijoittajat pystyisivät muodostamaan paremman kuvan yrityksen tulevaisuudesta. Tällä tavalla yhtiöön sijoittaneita tahoja voitaisiin esimerkiksi rohkaista luottamaan yritykseen ja estämään turhia osakkeiden myyntejä. Esimerkkinä mahdollisuudesta voisi olla se, että yhtiö kertoisi avoimemmin, miksi se on investoinut johonkin tuotekehitysprojektiin ja millaisia mahdollisuuksia se voi avata. (Heikkilä, 2016) Riutta (2016) kokee, että uhkia ja mahdollisuuksia tulisi käsitellä tasapainoisesti yhtä paljon vuosikertomuksissa. Parkkinen (2016) ilmaisee, että mahdollisuuksia toisaalta esite-

tään vuosikertomusten ja osavuositarkastusten muissa osioissa kuten toiminta- ja markkinakuvauksissa, joten niitä ei tarvitsisi esittää enää riskienhallinnan osioissa. Yrityksen itsensä määrittelemistä top riskien järjestyksestä haastateltavien mielipiteet vaihtelevat. Riutta (2016) kokee, että yritykset voisivat avata siihen kohdistuvat riskit tärkeysjärjestyksessä, mutta esimerkiksi Parkkinen (2016) näkee, että analyytikoiden tehtävä on laittaa nämä riskit tärkeysjärjestykseen eikä yritysten tarvitse tätä itse tehdä.

Riskit voidaan luokitella ylätasoitain liiketoiminta- ja vahinkoriskeihin. Liiketoimintariskien alla voidaan sisällyttää strategiset-, operatiiviset- ja taloudelliset riskit, eli riskit, jotka sisältävät voiton ja tappion mahdollisuuden. Vahinkoriskeissä voitonmahdollisuutta ei ole. (Juvonen ym. 2014, 10) Haastateltavat eivät koe, että jokin näistä kategorioista olisi muita tärkeämpi vaan tietyn riskilajin tärkeys on aina yrityskohtaista. Kaikki haastateltavat kokevat, että suomalaisten yritysten taloudelliset riskit on määritelty vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa hyvin. Riutta (2016) kokee, että yritykset voisivat avata vielä enemmän yhtiön operatiiviseen toimintaympäristöön liittyviä riskejä kuten markkinoilla tapahtuvia muutoksia, regulaatiomuutoksia ja kilpailukentän tilannetta. Myös Parkkinen (2016) nostaa operatiivisten riskien määrittelyn tärkeytensä asemaan arvonnäilytyksen kannalta. Yritykset voisivat myös hänen mielestä tuoda enemmän esille operatiiviseen toimintaan vaikuttavia riskejä. Yritykset tekevät sisäisesti kilpailija-analyyskejä ja Heikkilän (2016) mielestä analyytikoiden näkökulmasta voisi olla hyödyllistä saada tietoa näistä analyysseistä yrityksen itsensä tuottamana strategisten riskien yhteydessä.

Kaikki haastateltavat tutkivat itse makroekonomisia riskejä, mitkä voivat vaikuttaa yrityksen arvoon. Haastateltavien mielestä yhtiöiden ei tarvitse avata enempää niihin kohdistuvia makroekonomisia riskejä. Parkkinen (2016) kokee, että yritykset avaavat melko hyvin makroekonomisia riskejä, kun taas Heikkilä (2016) ilmaisee, että yrityksillä saattaa olla välillä liian positiivinen kuva yhtiöön vaikuttavista makroekonomisista riskeistä. Riutta (2016) kertoo, että yhtiöiden makroekonomisten riskien selvittämisessä käyttämien lähteiden seuraaminen on kiinnostavaa, mutta hänkin tutkii itse enemmän yhtiöön vaikuttavia kyseisiä riskejä kuin lukee niistä yritykseltä itseltään. Rimpelä (2016) nostaa vielä esille, että vuosikertomuksissa olevat kuvaukset makroekonomisista riskeistä ovat usein jo vuosikertomuksen julkistamisen yhteydessä vanhentuneita.

Osavuositarkastuksissa ja vuosikertomuksissa esitellään usein yhtiöiden erilaisia riskienhallinnan toimenpiteitä. Haastateltavat kokevat, että yhtiöt kertovat mahdollisista riskienhallinnan toimenpiteistä, mutta haasteena koetaan se, miten näitä toimenpiteitä pystytään ulkoapäin seuraamaan. Parkkinen (2016) kuitenkin näkee, että riskienhallinnan markkinoilla tehtäviä suojaustoimenpiteitä on helppo seurata. Rimpelä (2016) mainitsee esimerkkinä toimenpiteiden seurantaan sen, että yhtiö on ilmoittanut ottaneensa käyttöön jonkin uuden systeemin tai palkanneen uuden henkilön, joilla pitäisi olla positiivisia vaikutuksia yritykseen. Yhtiöt eivät kuitenkaan raportoi kyseisen uudistuksen etenemisestä välttämättä kovin aktiivisesti. Riutta (2016) mainitsee, että tällaisia toimenpiteitä on usein helpompi seurata kysymällä suoraan yhtiöltä itseltään kuin lukea niistä vuosikertomuksista tai osavuositarkastuksista. Myös Heikkilä (2016) mainitsee, että yritysten tilaisuuksissa on mahdollista seurata tarkemmin, miten jokin toimenpide on edennyt kuin, että lukisi sen etenemisestä osavuositarkastuksista tai vuosikertomuksista.

Pörssiyhtiöt raportoivat ulospäin riskeistään usein tarkemmin vuosikertomuksissa ja hieman väljemmin osavuositarkastuksissa. Kaikki haastateltavat kokevat asian myös näin. Riutta (2016) ja Heikkilä (2016) kokevat, että vuosikertomuksessa olisi hyvä esittää laajempi kuvaus yhtiön riskeistä kuin osavuositarkastuksissa. Riutta (2016) vielä nostaa esille, että liiketoimintaan, markkinoihin ja kilpailutekijöihin liittyviä riskejä voi esittää laajemmin pääomamarkkinapäivillä ja kaikkea tätä informaatiota ei tarvitse esittää kirjallisessa muodossa. Haastateltavat nostavat kuitenkin muutamia seikkoja esille, mitä voisi raportoida paremmin osavuositarkastuksissa. Parkkinen (2016) mainitsee, että osavuositarkastuksissa olisi hyvä tuoda esille enemmän sellaisia riskejä, jotka ovat selkeästi muuttuneet kuluneiden kvartaalien aikana. Tällaisia nopeita muutoksia voi tapahtua esimerkiksi valuutoissa, raaka-aineiden hinnoissa ja koroissa (Parkkinen, 2016). Haastateltavat lisäksi kokevat, että osavuositarkastuksissa voisi myös esittää useammin riskienhallinnan toimenpiteiden edistymistä.

7 JOHTOPÄÄTÖKSET

7.1 Tutkimusongelmiin vastaaminen

Tässä pro gradu –tutkielmassa pyrittiin tarkastelemaan suurten suomalaisten pörssiyhtiöiden riskienhallinnan tasoa ja riskienhallinnan ulkoisen informaation merkitystä yrityksen arvон-

määrittämisessä. Tutkimuksen tarkoituksena oli kuvata ja selvittää, millä tasolla ISO 31000:2009 mukainen riskienhallinta kohdeyhtiöissä on ja millaista riskienhallinnan informaatiota analyytikot tarvitsevat arvioidessaan pörssiyhtiöiden arvoa ja kuinka he tätä tietoa käyttävät. Tarkoituksena oli pyrkiä selvittämään, missä riskienhallinnan osa-alueissa kohdeyritykset ovat onnistuneet ja missä olisi vielä parannettavaa. Tutkimuksella haluttiin myös selvittää, millaista riskienhallinnan tietoa vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa analyytikot pitävät tärkeänä arvioidessaan yritysten arvoa.

Ensimmäisen tutkimusongelman päämääränä oli selvittää, millä tasolla ISO 31000:2009 –standardin mukainen riskienhallinta on viidellä suomalaisella pörssiyhtiöllä. Tarkasteluun otettiin seitsemän eri osa-aluetta riskienhallinnasta. Nämä osa-alueet olivat riskienhallinnan kulttuuri, strategia ja riskienhallinta, riskienhallinnan prosessi, riskien arviointi ja tunnistaminen, riskien käsittely, riskienhallinnan raportointi ja riskienhallinnan kehitys. Tutkimuksessa selvisi, että kohdeyritysten välillä oli melko paljon eroja jokaisella osa-alueella. Yhtiö B saavutti lähes kaikissa osa-alueissa parhaimman tuloksen verrattuna muihin kohdeyrityksiin. Yhtiö C oli jokaisella osa-alueella heikoiten pärjännyt yritys ja sen riskienhallinnan taso vaihteli aloittelevalta tasolta melko kypsälle tasolle eri osa-alueilla. Yhtiön A ja D tasot vaihtelivat kehittyvältä tasolta melko kypsälle tasolle ja yhtiön E kehittyvältä kypsälle tasolle.

Riskienhallinnan kulttuuri oli korkeimmalla kypsällä tasolla yhtiöissä B ja E. ISO 31000:2009 standardin mukaan organisaation tulee ottaa eri tasoilla olevat päätöksentekijät mukaan riskienhallintaan, johdon tulee pitää riskienhallintaa tärkeänä ja riskienhallinta tulee sovittaa osaksi muun muassa yhtiön kulttuuria ja toimintaperiaatteita (ISO 31000:2009 2011, 6-50). Yhtiöissä B ja E erityisesti koettiin, että yrityksen johto piti riskienhallintaa olennaisen tärkeänä yhtiön tavoitteiden saavuttamisen kannalta ja riskienhallinta miellettiin keskeiseksi osaksi yhtiön johtamisprosesseja. Yrityksen B kulttuuria vahvisti erityisesti viikoittaiset korporaatiotason Risk Management yhteistyöympyrät, joissa huolehdittiin, että tieto uhista ja mahdollisuuksista leviää ja keskusteltiin riskienhallinnan toimenpiteiden onnistumisista. Yhtiöiden A, C ja D tulisi saada riskienhallinta keskeisemmäksi osaksi johtamisprosesseja ja yrityksen johto vakuuttamaan enemmän riskienhallinnan tärkeydestä saavuttaakseen korkeamman maturiteetin riskienhallinnan kulttuurin osalta.

Yhtiön strategian ja riskienhallinnan yhdistämisessä oli parhaiten onnistunut yhtiö B. Yhtiö B saavutti melko kypsän tason. Kaikki muut kohdeyhtiöt olivat strategian ja riskienhallinnan

yhdistämisessä kehittyvällä tasolla. ISO 31000:2009 –standardin mukaan riskienhallinta tulisi saada osaksi strategisen suunnittelun prosesseja, yhtiöllä tulisi olla riskienhallintasuunnitelma liitettynä strategiseen suunnitteluun ja riskienhallintapolitiikan tulisi olla samansuuntainen yhtiön strategian kanssa (ISO 31000:2009 2011, 22-48). Kaikilla yhtiöillä strategisessa suunnittelussa oli mukana riskienhallinnan tuotoksia kuten riskianalyysseja ja –karttoja. Myös uhista ja mahdollisuuksista keskusteltiin strategisen suunnittelun yhteydessä. Yhdelläkään kohdeyhtiöllä ei ollut formaalia riskienhallintasuunnitelmaa, jonka olisi voinut liittää osaksi strategista suunnittelua. Tämän vuoksi yhtiö B ei saavuttanut kypsintä tasoa. Yhtiössä B strategia-prosessin edustajat osallistuivat riskiarvioinnin prosessiin ja yhtiössä tarkasteltiin vuosittain riskienhallintapolitiikkaa, -prosessia ja -funktiota. Yhtiöiden D ja E tulisi varmistaa useammin, että riskienhallintapolitiikka on samassa linjassa yhtiön strategian kanssa, jotta ne voisivat saavuttaa korkeamman kypsyysasteen strategian ja riskienhallinnan yhdistämisessä. Yhtiön C tulisi saada riskienhallinnan tuotokset vielä enemmän osaksi yhtiön strategista suunnittelua.

Riskienhallinnan prosessi oli kypsimmällä tasolla yhtiössä B, D ja E. Yhtiöt A ja C saavuttivat melko kypsän tason. ISO 31000:2009 mukaan riskienhallinnan prosessin tulee rakentua viestinnästä ja tiedonvaihdesta, toimintaympäristön määrittelemisestä, riskin arvioinnista, riskin käsittelystä sekä seurannasta ja katselmoinnista. Prosessia varten tulee olla riittävät resurssit, sen tulee olla dokumentoitu ja jokaiseen prosessin vaiheeseen tulee olla määritelty vastuulliset henkilöt. (ISO 31000:2009 2011, 30-34) Yhtiöillä B, D ja E nämä kriteerit täyttyivät. Yhtiöissä A ja C koettiin, että kaikkiin prosessin vaiheisiin ei ollut riittävästi resursseja ja prosessin eri osissa olevien vastuuhenkilöiden riskienhallintaan panostaminen vaihteli henkilöistä riippuen. Saavuttaakseen korkeamman tason yhtiöiden A ja C tulisi saada enemmän resursseja prosessin toteuttamiseen ja saada kaikki vastuulliset henkilöt toteuttamaan riskienhallintaa tavoitellulla tavalla.

Riskien arvioinnissa ja tunnistamisessa korkeimman kypsän tason saavutti yhtiö A. Yhtiöt B, C, D ja E olivat melko kypsällä tasolla. ISO 31000:2009 mukaan riskien arvioinnin tulee pitää sisällään riskien tunnistamisen, riskianalyysin ja riskin merkityksen arvioinnin. Riskien tunnistamisessa on oltava mukana henkilöitä, joilla on tarvittavaa tietämystä riskeistä ja keskustelun riskeistä tulee olla kaksisuuntainen prosessi. Organisaation tulee tunnistaa riskejä, joiden syy tai lähde ei ole yhtiön hallinnassa ja riskien tunnistamisessa tulee ottaa huomioon riskin mahdolliset seuraus- ja kumulatiiviset vaikutukset. (ISO 31000:2009 2011, 40-50) Yhtiössä A riskien tunnistamiseen osallistui liiketoimintojen johtoryhmät jokaiselle järjestetyssä

omassa work shopissa. Work shopeja oli vuodessa 20 – 25 ja osallistujia oli noin 100 henkeä kaiken kaikkiaan.

Riskien käsittelyssä korkeimman tason saavutti yhtiö B melko kypsällä tasolla. Kehittyvällä tasolla olivat yhtiöt D ja E. Aloittelevalla tasolla oli yhtiö C. ISO 31000:2009 standardin mukaan yhtiön tulee määritellä riskeille omistajat ja heillä tulee olla valtuudet siihen. Valitessa sopivaa riskienkäsittelytapaa yhtiön tulee ottaa huomioon toteuttamisen vaatimat kustannukset suhteessa saataviin hyötyihin. Yhtiön tulee laatia riskienkäsittelysuunnitelma ja ottaa huomioon mahdolliset jäännös- ja seurausriskit. (ISO 31000:2009 2011, 30-46) Yhtiöissä C, D ja E oli valittu suurimmille riskeille omistajat. Yhtiössä B oli nimetty riskien omistajien sijaan prosesseille omistajat. Yhtiössä A pyrittiin nimeämään kaikille tunnistetuille riskeille omistajat, mutta omistajien riskien seurannan taso vaihteli henkilöistä riippuen. Kaikissa kohdeyhtiöissä riskienkäsittelytavan valintaan vaikutti kustannukset suhteessa saataviin hyötyihin. Yhtiössä B oli formaali vuosiohjelma riskienhallinnalle, jossa nostettiin esille muun muassa mitä riskienhallinnassa tultaisiin tekemään. Yhtiössä E yksittäisille riskeille oli formaalit riskienkäsittelysuunnitelmat. Yhtiöissä A, C ja D ei ollut formaalia riskienkäsittelysuunnitelmaa. Nämä kolme yhtiötä voisivat parantaa riskienkäsittelyn tasoa tekemällä formaalimman riskienkäsittelysuunnitelman joko yksittäisille riskeille tai kokoavasti riskienkäsittelyä varten. Yhtiöissä B, C, D ja E jäännösriski tulee esille riskienkäsittelyvaiheessa. Yhtiöt eivät kuitenkaan formaalisti dokumentoi jäännösriskiä, vaan se tulee usein arvioitavaksi uudelleen seuraavan riskien arvioinnin yhteydessä. Kaikki yhtiöt huomioivat myös seurausriskit, mutta näitä ei usein formaalisti dokumentoida erillisinä riskeinä. Kaikki yhtiöt parantaisivat riskienkäsittelyn tasoa, jos ne dokumentoisivat tarkemmin jäännös- ja seurausriskit riskienkäsittelyn yhteydessä.

Riskienhallinnan raportoinnissa yhtiö B saavutti korkeimman kypsän tason. Yhtiö A oli melko kypsällä tasolla, yhtiöt D ja E olivat kehittyvällä tasolla sekä yhtiö C aloittelevalla tasolla. ISO 31000:2009 –standardin mukaan organisaatioiden tulisi luoda sisäisen ja ulkoisen viestinnän ja raportoinnin mallit riskienhallintaan. Organisaatioiden tulisi jatkuvasti raportoida riskeistä sekä organisaatioiden kokouksissa tulisi keskustella riskeistä avoimesti ja näistä kokouksista tulisi olla saatavilla tallenteita. (ISO 31000:2009 2011, 30-48) Yhtiö B saavutti korkeimman tason, sillä nämä kriteerit täyttyivät. Yhtiöllä B oli käytössä viikoittainen raportointisykli, jossa raportoitiin globaalisti mitä toimenpiteitä oli tehty, mitä kriisitilanteita oli tapahtunut yms. Saavuttaakseen korkeamman tason riskienhallinnan raportoinnissa muiden yhtiöiden tulisi lisätä sisäistä raportointia. Yhtiöiden C, D ja E pitäisi lisäksi saada keskuste-

lua riskeistä avoimemmaksi yhtiön kokouksissa ja saada näistä keskusteluista enemmän talenteita.

Riskienhallinnan kehittämisessä yhtiöt A ja B olivat melko kypsällä tasolla. Kehittyvällä tasolla olivat yhtiöt C, D ja E. ISO 31000:2009 –standardin mukaan yhtiön tulisi kehittää jatkuvasti riskienhallinnan puitteita, politiikkaa ja suunnitelmia. Yhtiöiden tulisi myös määritellä henkilöt, jotka ovat vastuussa puitteiden kehittämisestä, toteuttamisesta ja ylläpitämisestä sekä antaa vastuullisille henkilöille riittävästi aikaa, koulutusta ja resursseja roolin täyttämiseen. Riskienhallintaan tulisi myös luoda kannustimia ja yhtiön perehdyttämisohjelmissa tulisi määritellä riskienhallinnan roolit ja vastuut. (ISO 31000:2009 2011, 30-48) Yhdessäkään kohdeyhtiössä kaikkia työntekijöitä koskevissa perehdyttämisohjelmissa ei määritelty riskienhallinnan roolia ja vastuita. Nämä määriteltiin usein sellaisille henkilöille, jotka ovat tekemisissä lähemmin riskienhallinnan kanssa. Yhtiöissä A ja B riskienhallinnan puitteita, prosesseja ja politiikkoja kehitettiin vuosittain. Yhtiöissä D ja E riskienhallintapolitiikkaa ei ollut päivitetty yli viiteen vuoteen. Yhtiöissä A, C, D ja E riskienhallinnan puitteiden kehittämisestä oli vastuussa riskienhallintajohtaja tai –päällikkö, kun yhtiössä B vastuu oli jaettu riskienhallintajohtajan lisäksi Risk Management tiimille. Jotta yhtiöt C, D ja E saisivat korkeamman maturiteetin, niiden tulisi järjestää lisäksi enemmän koulutusta riskienhallinnasta vastuullisille henkilöille ja päivittää useammin riskienhallintapolitiikka, prosesseja ja puitteita.

Toisen tutkimusongelman tavoitteena oli selvittää, millaista riskienhallinnan informaatiota vuosikertomuksista ja osavuositarkastuksista varanhoitotalojen analyytikot ja salkunhoitajat tarvitsevat määritellesään yrityksen arvoa. Aluksi pyrittiin kuvaamaan, missä kohtaa arvonnäilytystä analyytikot ottivat huomioon yrityksen riskillisyyden ja mihin osa-alueisiin he kiinnittävät eniten huomiota osavuositarkastuksissa ja vuosikertomuksissa. Tämän jälkeen selvitettiin osavuositarkastusten ja vuosikertomusten laatua, luotettavuutta, ilmestymisvälin merkitystä ja vertailukelpoisuutta riskienhallinnan osalta. Lopuksi pyrittiin kuvaamaan, mitä sisällöllisiä tekijöitä riskeistä ja riskienhallinnasta tulisi vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa esittää ja mikä oli näiden osa-alueiden nykytila.

Tutkimuksessa selvisi, että yrityksen riskillisuus sisällytettiin arvonnäilytyksessä useimmiten diskontattujen kassavirtojen -mallissa diskonttokorkoon. Brilliantin ja Collinsin (2014, 102-103) mukaan diskontattujen kassavirtojen mallissa tulevaisuuden kassavirtojen määrittely on ensisijaisen tärkeää ja apuna käytetään usein tilinpäätösinformaatiota. Yksi haastateltavista

koki, että yrityksen riskillisuus on mahdollista laittaa myös kassavirtoihin, jos jokin riski on mahdollista muuttaa selkeästi euromääräiseksi ja se on varmasti realisoitumassa tulevaisuudessa. Tällainen riski voi olla esimerkiksi jonkin kanteen seurauksena syntynyt korvausvaade. Analyytikot pyrkivät selvittämään yrityksen riskillisyyttä myös tulevaisuuden ennusteiden avulla, joihin oli mahdollista lisätä yrityksen riskillisuus käyttäen varmuusmarginaaleja. Lisäksi riskillisuus oli mahdollista tuoda mukaan yritysten herkkyyksianalyysiin.

Yritysten osavuositarkastukset ja vuosikertomukset toimivat analyttikoiden apuna määrittäessä yrityksen arvoa. Tutkimuksessa selvisi, että kaikki analyttikot tarkastelivat osavuositarkastuksista ja vuosikertomuksista ensimmäisenä numeerista tietoa kuten tasetta ja tuloslaskelmaa. Tämän jälkeen huomio kiinnittyi yrityksen tilanteesta riippuen eri osa-alueisiin kuten toimitusjohtajan katsaukseen ja markkinakuvaukseen. Leppiniemen ja Lounasmeren (2016) mukaan perinteisessä tilinpäätösanalyysissä lähdetään liikkeelle taseesta ja tuloslaskelmasta ja vasta tämän jälkeen siirrytään muun muassa kokonaistalouden ja toimialan tarkasteluun. Haastatteluissa kävi ilmi, että riskienhallinnan osio tuli useimmiten tarkempaan tarkasteluun silloin, jos yrityksellä on aiemmin ollut ongelmia riskien hallitsemisen kanssa tai yhtiön tilanne on antanut olettaa, että jotain saattaisi olla pielessä riskienhallinnassa. Riskienhallinnan osio saatettiin lukea melko pintapuolisesti, jos yritys oli menestynyt pitkään hyvin. Tämä ei kuitenkaan tarkoittanut, että riskienhallinnan osioita ei osavuositarkastuksissa ja vuosikertomuksissa tarvittaisi.

Tutkimuksessa selvisi, että nykyinen kvartaaliraportointi on riittävää riskienhallinnan informaation osalta eikä tarvetta raportointivälin muuttamiselle ole. Yksi haastateltavista ilmaisi kuitenkin, että yritykset voisivat lisätä tiedottamista sellaisista muutoksista, joilla voi olla vaikutusta yrityksen arvoon. Arvopaperimarkkinalaissa säädetään, että liikkeellelaskijan tulee antaa kuvaus liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan epävarmuustekijöistä ja riskeistä (Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 26.11.2015). Tutkimuksen mukaan nämä kriteerit täytyivät, mutta toisaalta toivottiin, että mahdollisista muutoksista voisi tiedottaa paremmin. Tutkimuksessa selvisi lisäksi, että kaikki haastateltavat pitivät riskienhallinnan informaatiota vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa suurissa suomalaisissa pörssiyhtiöissä hyvin luotettavana. Keskisuurissa ja pienissä yhtiössä luotettavuutta pidettiin vaihtelevana, sillä jotkin yhtiöt saattoivat esimerkiksi raportoida tietyistä riskienhallinnan toimenpiteistä, mutta näiden toimenpiteiden implementointi ei välttämättä ollut onnistunut lupauksen mukaan. Tutkimuksessa selvisi, että haastateltavat pitivät riskienhallinnan informaatiota vertailukelpoise-

na saman toimialan yhtiöissä ja erityisesti suurissa pörssiyhtiöissä. Lisäksi taloudellisten riskien kuten valuuttariskien vertailu yritysten kesken koettiin helpoksi.

Tutkimuksessa selvisi, että kolme neljästä haastateltavasta koki, että yhtiöiden tulisi avata uhkien lisäksi myös mahdollisuuksia riskienhallinnan yhteydessä. Yksi haastateltava ilmaisi, että mahdollisuuksia esitetään jo markkina- ja toimintakuvauksissa, joten niitä ei tarvitsisi tuoda riskienhallinnan osiossa esille. Kehitysehdotuksena esitettiin, että mahdollisuuksia ei saisi esittää liian ylimalkaisesti vaan niihin pitäisi myös saada enemmän täsmällistä tietoa mukaan. Tutkimuksessa selvisi, että suomalaisten pörssiyhtiöiden riskien kuvaukset ovat välillä ylimalkaisia. Finanssivalvonnan määräyksessä todetaan, että toimintakertomuksessa tulisi esittää epävarmuustekijöiden ja riskien toteutumisen merkitys liikkeellelaskijaa kohtaan, jos tämä vain on mahdollista (Liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus 7/2013). Tämän tutkimuksen perusteella riskien ja epävarmuustekijöiden toteutumisen merkityksen esittäminen vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa koetaan jäävän suomalaisissa pörssiyhtiöissä osin heikoksi. Analyytikot esittivät kehitysehdotuksena, että myös uhkien esittelyyn tulisi saada enemmän yksityiskohtaisempaa tietoa. Tällainen tieto voisi olla esimerkiksi sitä, että yritys avaa omaa näkemystään uusien kilpailijoiden uhasta.

Tutkimuksessa havaittiin, että haastateltavat haluaisivat melko samanlaisia lisäyksiä riskien esittelyyn. Finanssivalvonnan liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuudessa (7/2013) esitetään, että pörssiyhtiöt voivat tarkastella riskejä strategisina, operatiivisina, rahoitus- ja vahinkoriskeinä. Analyytikot esittivät kehitysehdotuksina, että strategisia ja operatiivisia riskejä tarkasteltaisiin enemmän ja tarkemmin. Analyytikot kokivat, että yhtiöt voisivat avata enemmän markkinoihin, asiakassegmentteihin ja kilpailijoihin liittyviä riskejä. Tutkimuksessa selvisi, että haastateltavat tutkivat itse yritykseen kohdistuvia makroekonomisia riskejä kuten poliittisia- ja globaaleja riskejä kuin seurasivat yritysten itse tuottamia informaatioita näistä riskeistä. Haastateltavat toki katsoivat läpi myös yritysten kuvaukset näistä riskeistä, mutta luottivat enemmän omaan informaatioonsa makroekonomisista riskeistä.

Tutkimuksessa havaittiin, että analyytikot huomioivat vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa ilmoitettuja riskienhallinnan toimenpiteitä. Haastateltavat kokivat, että näiden toimenpiteiden seuraaminen oli kuitenkin hankalaa vuosikertomusten ja osavuositarkastusten kautta. Seuraaminen onnistui helpoiten tavatessa kohdeyritysten edustajia esimerkiksi pääomamarkkinapäivillä, jolloin yrityksille pystyi esittämään toimenpiteisiin liittyviä kysymyk-

siä suoraan. Kehitysehdotuksena esitettiin, että toimenpiteiden etenemistä voitaisiin esittää useammin esimerkiksi osavuositarkastusten yhteydessä. Osavuositarkastuksiin esitettiin myös lisättävän sellaisia riskeihin ja riskienhallintaan liittyviä asioita, joissa on tapahtunut vuoden aikana muutoksia. Kaiken kaikkiaan haastateltavat kokivat, että avoimempi tiedottaminen riskeistä ja riskienhallinnasta on arvonmäärittelyn kannalta hyödyllisempää.

7.2 Tutkielman arviointia ja jatkotutkimusehdotuksia

Tässä alaluvussa tarkastellaan tutkimuksen reliaabeliutta ja validiutta. Metsämuurosen (2006, 56) mukaan luotettavuustarkastelut ovat merkittävä osa tutkimusta. Reliaabeliudella tarkoitetaan tutkimuksen mittaustulosten toistettavuutta. Validiteetilla taas pyritään selvittämään tutkimuksessa käytetyn mittarin kykyä mitata sitä asiaa, mitä on tarkoituskin mitata. Lähtökohtaisesti validiteetin mittaaminen on helppoa, sillä mittaustuloksia tulisi verrata todelliseen tietoon mitattavasta ilmiöstä. Ongelmia validiteetin mittaamisessa muodostuu silloin, kun mittauksista riippumaton todellinen tieto ei ole saatavilla. (Uusitalo 1991, 84-85) Tapaustutkimuksessa validiuden käsite saattaa olla epäselvä. Tutkimuksen tekijä voi kokea, että kaikki kulttuuria ja ihmisiä koskevat kuvaukset ovat ainutkertaisia, joten perinteinen ajattelutapa luotettavuuden ja pätevyyden arvioinnista vaikeutuu. (Wolcott 1995, Hirsjärven, Remeksen & Sajavaaran 2004, 217 mukaan)

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa reliaabelius olisi nähtävä vaatimuksena analyysin toistettavuudesta. Käsitellessään aineistoa tutkijan tulisi noudattaa yksiselitteisiä tulkinta- ja luokittelusääntöjä. (Uusitalo 1991, 84) Tutkimustulosten reliaabelius saattaa tosin vaihdella tutkijasta riippuen (Hirsjärvi & Hurme 2001, 186). Toinen tutkija saattaisi tulkita jonkin ISO 31000:2009 –standardin kohdan toiseen teemaan kuuluvaksi tai lähtökohtaisesti muodostaa erilaisia teemoja ISO 31000:2009 –standardista. Teemoilla tarkoitetaan tässä yhteydessä riskienhallinnan kulttuuria, strategiaa ja riskienhallintaa, riskienhallinnan prosessia, riskien arviointia ja tunnistamista, käsittelyä, raportointia ja riskienhallinnan kehittämistä. Toinen tutkija saattaisi lisäksi määritellä pörssiyhtiöiden vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa olevia riskienhallinnan osioita eri tavalla kuin, miten ne ovat tässä tutkimuksessa määritetty. Nämä tekijät voidaan kokea haasteena tutkimuksessa. Toisaalta Hirsjärven ja Hurmeen (2001, 186) mukaan eri tutkijat saattavat tehdä kohteesta erilaisia tulkintoja, mutta yksimielisyyden todennäköisyys kasvaa, kun arvioinnit on sijoitettu tiettyihin luokkiin ja kun kyseisiä luokkia on vähän. Tässä tutkimuksessa on pyritty seitsemän teeman avulla yksinkertaistetusti kuvaamaan

ja selittämään ISO 31000:2009 riskienhallinnan tasoa. Lisäksi riskienhallinnan ulkoisen raportoinnin merkitystä yrityksen arvonmäärittämisessä on luokiteltu kolmen teeman mukaisesti. Nämä teemat ovat yrityksen riskillisyyden arvonmäärittämisessä, ulkoisen riskienhallinnan raportoinnin muotoseikat ja ulkoisen riskienhallinnan raportoinnin sisällölliset tekijät.

Kvalitatiivisen tutkimuksen reliäbeliutta tarkasteltaessa tärkeään asemaan nousee tutkijan toiminta, eli kuinka luotettavaa tutkijan analyysi on aineistosta. Huomio ei siis kiinnity niinkään haastateltavien vastauksiin. On kuitenkin muistettava, että haastattelujen lopputulos on aina seurausta haastateltavan ja haastattelijan yhteistoiminnasta. (Hirsjärvi & Hurme 2001, 189) Tässä tutkimuksessa kaikki kymmenen haastattelua on litteroitu sanatarkasti. Litteroidusta aineistosta on teemoittelun avulla nostettu esiin lähtöteemoihin sopivia kokonaisuuksia ja rakennettu niistä myös uusia alateemoja. Hirsjärven ja Hurmeen (2001, 173) mukaan analyysivaiheessa kuuluu tarkastella aineistosta nousevia piirteitä, jotka voivat pohjautua teemahaastattelun teemoihin ja tyypillistä on, että analyysivaiheessa alkuperäisten teemojen vierelle nousee useita uusia teemoja.

Deyn (1993) mukaan (ks. Hirsjärvi & Hurme 2001, 189) kvalitatiivisen tutkimuksen validiutta voidaan osoittaa lähteiden luotettavuudella. Tässä tutkimuksessa haastateltaviksi valikoitiin kaksi ryhmää. Ensimmäinen ryhmä koostui kuudesta suomalaisten suurten pörssiyritysten riskienhallintajohtajista tai -päälliköistä. Toisessa ryhmässä haastateltavina olivat kaksi analyytikkoa, salkunhoitaja ja osaketutkimusjohtaja. Toisen ryhmän haastateltavat analysoivat työkseen suomalaisia suuria teollisuuden ja perusteollisuuden pörssiyrityksiä. Validiutta voidaan tarkastella myös triangulaation avulla. Triangulaatiossa haastatteluista saatuja tietoja on tarkoitus vertailla muista lähteistä saatuihin tietoihin. (Bloor, 1997, Hirsjärven & Hurmeen 2001, 189, mukaan) Tässä tutkimuksessa haastateltavien vastauksia vertailtiin keskenään ja tätä kautta muodostettiin tulokset. Ensimmäistä tutkimuskysymystä varten vertailtiin riskienhallinnasta vastaavien henkilöiden vastauksia ja toisessa tutkimuskysymyksessä vertailtiin analyytikoiden, salkunhoitajan ja osaketutkimusjohtajan vastauksia.

Jatkotutkimusehdotuksena olisi mielenkiintoista selvittää, onko hyvin implementoidulla riskienhallinnan standardilla lopulta positiivista vaikutusta yrityksen arvoon Suomessa. Schiller ja Prpich (2014, 1010) ovat esittäneet tutkimuksessaan, että korkea ERM-maturiteetti ei vielä takaa, että organisaation riskienhallinta huomioisi kaikki keskinäiset riippuvuussuhteet eri riskien välillä ja tätä kautta tekisi organisaatiosta turvallisemman. Mielenkiintoista olisi myös

tarkastella, onko formaalimpi paljon raportointia sisältävä riskienhallinta tehokkaampaa kuin riskienhallinta, jossa ei keskitytään enemmän itse tekemiseen eikä raportointiin. Tällaiset tutkimukset sopisivat täydentämään hyvin tätä pro gradu –tutkielmaa, sillä tämä tutkimus ei ota kantaa siihen, millaisia vaikutuksia hyvin implementoidulla riskienhallinnan standardilla on yrityksen arvoon. Mielenkiintoista olisi tietää, kannattaako yritysten pyrkiä implementoimaan riskienhallinnan standardit täysin sanatarkasti yritykseen vai olisiko tehokkaampaa ottaa standardeista vain jotain sopivimpia elementtejä yritykseen. Riskienhallinnan ulkoisen informaation kannalta olisi kiinnostavaa selvittää, miksi yhtiöt avaavat riskienhallinnan osioissa vuosikertomuksissa ja osavuositarkastuksissa ainoastaan vähän tai edes lainkaan mahdollisuuksia uhkien lisäksi. Riski kuitenkin tarkoittaa uhkaa ja mahdollisuutta.

7.3 Lopuksi

Riskienhallinnan merkitys on korostunut entisestään viimeaikaisten talouskriisien ja skandaalien myötä. Erityisesti pörssiyhtiöt ovat tarkemman tarkastelun alla nyt enemmän kuin koskaan. Enää ei riitä, että yhtiöt ilmoittavat tekevänsä jonkin tietyn standardin mukaista riskienhallintaa vaan hyvin järjestetystä riskienhallinnasta tulisi olla todisteita. Yhtiöiden tulisi seurata, katselmoida ja kehittää riskienhallintaansa entistä strategisempaan suuntaan ja saada se osaksi yhtiön kaikkia prosesseja. Lisäksi yhtiöiden tulisi kuunnella sidosryhmiään ja pyrkiä tuottamaan riskeistä ja riskienhallinnasta sellaista informaatiota, millä on aidosti tarvetta sidosryhmien keskuudessa.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus:

Airmic, Alarm & Irm. 2010. A Structured approach to Enterprise Risk Management (ERM) and the requirements of ISO 31000.

Aon Risk Maturity Index. 2015. Insight Report. November 2015.

Bernström, Seth. 2014. Valuation: The Market Approach. John Wiley & Sons. Cornwall. 9-40.

Bharathy, Gnana & McShane, Michael. 2015. Applying a System Model to Enterprise Risk Management. Engineering Management Journal. Taylor & Francis Group. 20 Apr. 2015. 41.

Blomquist, Lars, Blummé, Nils, Lumme Eero, Pitkänen Tomi & Simonsen Lennart. 2001. Due Dilligence osana yrityskauppaa. Gummerrus Kirjapaino Oy. Jyväskylä. 107-108.

Bloor, M. 1997. Techniques of Validation in Qualitative Research. Teoksessa G. Miller & R. Dingwall (toim.) Context and Method in Qualitative Research. London: Sage, 37-50.

Breton, Gaétan & Taffler, Richard. 2001. Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. Accounting and Business Research. Vol 31. No. 2. 91.

Brilliant, Heather & Collins, Elizabeth. 2014. Why Moats Matter: The Morningstar Approach to Stock Investing. John Wiley & Sons. New Jersey. 95-103.

Chapman, Robert J. 2011. Wiley Finance Series: Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management. John Wiley and Sons. 2nd Edition. 9-574.

Creswell, John. 1994. Research Desingn. Qualitative & Quantitative Approaches. Thousand Oaks. Sage.

Crickette, Grace, Drobnis, Kristen, Egerdahl, Ryan, Fox, Carol, Gjerdrum, Dorothy, Go-fourth, Robert, Ho Sang, Yvette, Mcguire, Russel, Miller, Michael, Peter, Mary & Zavatsky Drew. An overview of Widely Used Risk Management Standards and Guidelines. RIMS Executive Report: The Risk Perspective. 2011. 5-10.

CGMA Report: Global State of Enterprise Risk Oversight 2nd edition: Analyses of the Challenges and Opportunities for Improvement. 2015.

Dali, Alex & Lajtha, Christopher. 2012. EDPACS. ISO 31000 Risk Management – “The Gold Standard”. The AuEDP, Audit, Control, and Security Newsletter, Vol. 45, No. 5. 1-5.

Damodaran, Aswath. 2008. Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management. Pearson Education Inc. New Jersey. 9.

D’Arcy, Stephen & Brogan, John. 2001. Enterprise Risk Management. Journal of Risk Management of Korea. Volume 12, Number 1. 1-20.

Dey, I. 1993. *Qualitative Data Analysis. A User-Friendly Guide for Social Scientists*. London: Routledge.

Dittmar & Indrenius ja kirjoittajat. 2014. *Pörssiyhtiön tiedonanto-opas*. 11-27.

Fernández, Pablo. 2002. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Elsevier Science. San Diego. 22-48.

Flöstrand, Per & Ström, Niklas. 2006. The Valuation Relevance of Non-financial Information. *Management Research News*. Vol. 29. Iss. 9. 580-597.

Gates, Stephen, Nicolas, Jean-Louis & Walker, Paul. 2012. Enterprise Risk Management: A Process for Enhanced Management and Improved Performance. *Management Accounting Quarterly*. Vol. 13. No. 3. 35-37.

Gjerdrum, Dorothy & Peter, Mary. 2011. The New International Standard on the Practice of Risk Management – A Comparison of ISO 31000:2009 and the COSO ERM Framework. *Risk Management*. Society of Actuaries. March 2011 – Issue 2. 8-9.

Gjerdrum, Dorothy & Salen, Wayne L. 2010. The New ERM Gold Standard: ISO 31000:2009. *Standards Developments*. 43.

Green Phillip E.J. 2015. *Enterprise Risk Management : A Common Framework for the Entire Organization*. Elsevier Science. Saint Louis, MO, USA. 2.

Grönfors, Martti. 1982. Kvalitatiiviset kenttätömenetelmät. Martti Grönfors & Werner Söderström Oy. Juva. 31-106.

Hampton, John. 2009. *Fundamentals of Enterprise Risk Management: How Top Companies Assess Risk, Manage Exposure and Seize Opportunity*. American Management Association (AMACOM). New York. 18.

Hillson, David. 1997. Towards a Risk Maturity Model. *The International Journal of Project & Business Risk Management*. Vol. 1, No. 1. 35-39.

Hirsjärvi, Sirkka & Hurme, Helena. 2001. *Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Yliopistopaino. Helsinki. 22-189.

Hirsjärvi, Sirkka, Remes, Pirkko & Sajavaara, Paula. 2010. *Tutki ja kirjoita*. Kariston kirjapaino Oy. Hämeenlinna. 161-217.

Hitchner, James. 2011. *Financial Valuation: Applications and Models*. John Wiley & Sons. Third Edition. New Jersey. 110-114.

Horwitz, Richard & Tyson, David. 2013. *Risk Management for Institutional Investors: Fulfilling Fiduciary and Strategic Responsibilities*. Risk Books, a Division of Inceptive Media Investments Ltd. London. 17-18.

- Ilmonen, Ilkka, Kallio, Jani, Koskinen, Jani & Rajamäki, Markku. 2013. Johda riskejä – Käytännön opas yrityksen riskienhallintaan. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Jyväskylä. 10-122.
- Imam, Shahed, Barker, Richard & Clubb, Colin. 2008. The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. 2008. *European Accounting Review*. Vol. 17. No. 3. 503-585.
- Juvonen, Marko, Koskensyrjä, Mikko, Kuhanen Leena, Ojala, Virva, Pentti, Anne, Porvari, Paavo & Talala Tero. Yrityksen riskienhallinta. 2014. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Vantaa. 8-38.
- Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko. 2004. Uusi yrityksen arvonmääritys. Gummerrus Kirjapaino Oy. Jyväskylä. 11.
- Kasanen, Eero, Lukka, Kari & Siitonen, Arto. 1991. Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä. *Liiketaloudellinen aikakausikirja*. No. 3. 317.
- Kenett, Ron & Raanan, Yossi. 2010. *Operational Risk Management*. John Wiley & Sons. West Sussex. 21.
- Kihn, Lili-Anne & Näsi, Salme. 2010. Tilintarkastusta käsittelevien väitöskirjojen tutkimusstrategiset valinnat: aihepiiri ja tutkimusote. Vaasan yliopisto. 64-65.
- Kimbrough, R., L. & Compton, P., J. 2009. The Relationship Between Organizational Culture and Enterprise Risk Management. *Engineering Management Journal*. Vol. 21. No. 2.
- Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa. 2012. *Moderni rahoitus*. Sanoma Pro Oy. 6. Painos. Helsinki. 26-233.
- Lam, James. 2014. *Enterprise Risk Management: From Incentives to Control*. John Wiley & Sons, Incorporated. 2nd edition. New Jersey. 4-376.
- Leitch, Matthew. 2010. ISO 31000:2009 – The New International Standard on Risk Management. *Risk Analysis*, vol 30, No. 6. 889-891.
- Leppiniemi, Jarmo & Lounasmeri Sari. 2016. *Yritysrahoitus*. Talentum Media Oy. Helsinki.
- Liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus. 2013. Määräykset ja ohjeet. Finanssivalvonnan julkaisuja 7/2013. 40-41.
- Louisot, Jean-Paul & Ketcham, Christopher H. 2014. *ERM – Enterprise Risk Management: Issues and Cases*. John Wiley & Sons, Incorporated. 9.
- Luko, Stephen. 2013. *Quality Engineering. Risk Management Principles and Guidelines*. Taylor & Francis Group. 02 Sep 2013 Online. 453-454.
- Marchetti, Anne. 2011. *Enterprise Risk Management Best Practises: From Assessment to On-going Compliance*. John Wiley & Sons. New Jersey. 35-45.

Martin, David & Power, Michael. 2009. The End of Enterprise Risk Management. 2007. AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies. 9.

Merilampi. 2012. Uusi arvopaperimarkkinalaki 1.1.2013. Asianajotoimisto Merilampi Oy.

Metsämuuronen, Jari. 2006. Laadullisen tutkimuksen käsikirja. Gummerrus Kirjapaino Oy. Jyväskylä. 56.

Minsky, Steven. 2015. Volkswagen Side-Steps Enterprise Risk Management. Logic Manager. October 5, 2015.

Nasdaq Helsinki Oy. 2016. Pörssin säännöt 1.3.2016.

Pagach Don & Warr, Richard. 2010. The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance. Jenkins Graduate School of Management. North Carolina State University. (Saattavissa www.garp.org 2015) 14-185.

Passenheim, Olaf. Enterprise Risk Management. 2010. Ventus Publishing ApS. 15-35.

Power, Michael. 2009. The Risk Management of Nothing. Accounting, Organizations and Society. Vol. 34. Issue 6-7. 854. Lontoo. 9-854.

Purdy, Grant. 2010. ISO 31000:2009 – Setting a New Standard for Risk Management. Risk Analysis, Vol 30, No 6. 881.

RIMS Executive Report, The Risk Perspective. 2011. An Overview of Widely Used Risk Management Standards and Guidelines. 5-8.

Schiller, Frank & Prpich, George. 2014. Learning to Organise Risk Management in Organisations: What Future for Enterprise Risk Management? Journal of Risk Research, Vol. 17, No. 8. 1010.

Segal, Sim. 2011. Corporate Value of Enterprise Risk Management: The Next Step in Business Management. John Wiley & Sons. New Jersey. 113-293.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance). 2010. Arvopaperimarkkinayhdistys. ISBN 978-952-5620-46-7. 20

Uusitalo, Hannu. 1991. Tiede, tutkimus ja tutkielma: Johdatus tutkielman maailmaan. WSOY. Juva. 84-85.

Walker, Russell. 2013. Winning with Risk Management. World Scientific Publishing Company. 1-2.

Wolcott, H. F. 1995. The Art of Fieldwork. Walnut Creek. California.

Yin, Robert, K. 2002. Case Study Research: Design and Methods. Third Edition. Applied Social Research Method Series. Volume 5. Sage Publications Inc. California. 1-46.

Zeier Roeschmann, Angela. 2014. Risk Culture: What It Is and How It Affects an Insurer's Risk Management. Risk Management and Insurance Review, Vol. 17, No. 2. 292.

Oikeudelliset lähteet:

Arvopaperimarkkinalaki (1.12.2012/746)

Kirjanpitolaki (30.12.2004/1304)

Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (26.11.2015)

Henkilölähteet:

Heikkilä, Mika. Taaleri Oyj:n salkunhoitaja. Haastattelu 24.2.2016.

Parkkinen, Henri. Pohjola Pankki Oyj:n osaketutkimusjohtaja. Haastattelu 24.2.2016.

Rimpelä, Manu. Nordea Marketsin analyytikko. Haastattelu 19.2.2016.

Riutta, Elina. Evli Oyj:n analyytikko. Haastattelu 23.2.2016.

Internet-lähteet:

Aon: Risk Maturity Index (15.11.2015a)

<http://www.aon.com/rmi/default.jsp>

Aon: Risk Maturity Index (15.11.2015b)

<http://www.aon.com/luxembourg/attachments/armi-english.pdf>

Cargotec Oyj: Analyst Coverage (22.1.2016)

<http://www.cargotec.com/en-global/investors/Analyst-coverage/Pages/default.aspx>

Euroclear: Yhtiökokoukset vuonna 2015 (29.8.2015)

<https://www.euroclear.com/fi/palvelut/palvelutliikkeeseenlaskijoille/yhtiokokouspalvelut.html>

Evli Oyj: Tietoa Evlistä (27.2.2016a)

<https://www.evli.com/fi/group/tietoa-evlista.html>

Evli Oyj: Taloustietoa (27.2.2016b)

<https://www.evli.com/fi/group/sijoittajat/taloustietoa.html>

Evli: Miksi sijoittaa Evliin? (27.2.2016c)

https://www.evli.com/fi/group/sijoittajat/sijoituskohde/miksi_sijoittaa.html

Evli Oyj: Vuosikertomus 2015 (27.2.2016)

<https://www.evli.com/fi/group/sijoittajat/julkaisut.html>

EY: Turning Risk into Results: How leading companies use risk management to fuel better performance. (22.1.2016)

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Turning_risk_into_results/\\$FILE/Turning%20risk%20into%20results_AU1082_1%20Feb%202012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Turning_risk_into_results/$FILE/Turning%20risk%20into%20results_AU1082_1%20Feb%202012.pdf)

Forbes: Volkswagen Latest Scapegoat: Attac Of The Rogue Coders. (22.1.2016)
<http://www.forbes.com/sites/francescoppola/2015/10/15/attack-of-the-rogue-coders/#9367edf75821>

Institute of Risk Management: A Risk Management Standard (29.11.2015)
https://www.theirm.org/media/886059/ARMS_2002_IRM.pdf

ISO: ISO/Guide 73:2009 Risk Management – Vocabulary (12.3.2016)
<https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:guide:73:ed-1:v1:en>

ISO: ISO 31000:2009 Risk Management – Principles and guidelines. (5.10.2015)
http://www.iso.org/iso/home/store/catalogue_tc/catalogue_detail.htm?csnumber=43170

COSO: Guidance on Enterprise Risk Management (14.11.2015)
<http://www.coso.org/-erm.htm>

Kemira: Riskienhallinta (22.1.2015)
<http://www.kemira.com/fi/sijoittajat/hallinto/riskienhallinta/sivut/default.aspx>

Kesko Oyj: Kesko-konsernin riskienhallintapolitiikan tiivistelmä (22.1.2016)
<http://www.kesko.fi/sijoittaja/hallinnointiperiaatteet/riskienhallinta/riskienhallintapolitiikan-tiivistelma/>

Nordea: Nordea Group Organisation Chart – February 2016 (27.2.2016a)
<https://www.nordea.com/Images/35-28850/20160212-Nordea-Group-organisational-chart.pdf>

Nordea: Perustietoja (27.2.2016b)
<https://www.nordea.com/fi/investor-relations/nordea-lyhyesti/short-facts/>

Nordea: Organisaatio (27.2.2016c)
<https://www.nordea.com/fi/tietoa-nordeasta/keita-olemme/organisaatio/>

Nordea: Nordean osake (27.2.2016d)
<https://www.nordea.com/fi/investor-relations/nordean-osake/>

Nordea Markets: About us (27.2.2016a)
http://www.nordeamarkets.com/Nordea+Markets/We+are+Nordea+Markets/About+us/46557.html?WT.svl=mega-menu_We-are-Nordea-Markets_category_About-us

Nordea Markets: Proven Performance (27.2.2016b)
http://www.nordeamarkets.com/Nordea+Markets/We+are+Nordea+Markets/Proven+performance/46837.html?lnkID=d-box_related-links_proven-performance_02-02-2013

OCEG: GRC Capability Model “Red Book” 2.0 (14.11.2015)
http://thegrbluebook.com/wp-content/uploads/2011/12/uploads_OCEG.RedBook2-BASIC.pdf

Pohjola Oyj: Pohjola lyhyesti (28.2.2016a)

<https://www.pohjola.fi/pohjola/konserni/pohjola-lyhyesti?id=351000&srcpl=3>

Pohjola Oyj: Pohjola Oyj:n vuosikertomus 2015 (28.2.2016)

<https://www.pohjola.fi/media/liitteet?cid=331876596&srcpl=3>

Pörssisäätiö: Pörssin toimialaluokitus (29.8.2015b)

<http://www.porssisaatio.fi/yritykset/testpage/>

Pörssisäätiö: Pörssiyhtiöt ja osingot (29.8.2015a)

<http://www.porssisaatio.fi/yritykset/stock-market-companies/>

Taaleri Oyj: Yritysinfo (27.2.2016a)

<http://www.taaleri.com/fi/tietoa-yrityksesta/yritysinfo>

Taaleri Oyj: Taalerin tarina (28.2.2016b)

<http://www.taaleri.com/fi/tietoa-yrityksesta/historia>

Taaleri Oyj: Taalerin vuosikertomus 2015 (28.2.2016)

http://www.taaleri.com/application/files/3014/5641/2275/Taaleri_FY_2015_FINAL.pdf

The Risk Management Society: The Risk Maturity Model. (15.11.2015)

<http://riskmaturitymodel.com/about-the-rims-risk-maturity-model-for-erm/>

ThyssenKrupp AB: Risk Report. (1.12.2015)

<https://www.thyssenkrupp.com/en/investor/risikomanagement.html>

Wärtsilä Oyj: Riskienhallinta (1.12.2015)

<http://www.wartsila.com/fi/wartsila/riskienhallinta>

LIITE 1 Risk Maturity Model attribuutit Hillsonin (1997, 39) mukaan

	LEVEL 1 - NAIVE	LEVEL 2 - NOVICE	LEVEL 3 - NORMALISED	LEVEL 4 - NATURAL
DEFINITION	Unaware of the need for management of risk. No structured approach to dealing with uncertainty. Repetitive & reactive management processes. Little or no attempt to learn from past or to prepare for future.	Experimenting with risk management, through a small number of individuals. No generic structured approach in place. Aware of potential benefits of managing risk, but ineffective implementation, not gaining full benefits.	Management of risk built into routine business processes. Risk management implemented on most or all projects. Formalised generic risk processes. Benefits understood at all levels of the organisation, although not always consistently achieved.	Risk-aware culture, with proactive approach to risk management in all aspects of the business. Active use of risk information to improve business processes and gain competitive advantage. Emphasis on opportunity management ("positive risk").
CULTURE	No risk awareness. Resistant/reliant to change. Tendency to continue with existing processes.	Risk process may be viewed as additional overhead with variable benefits. Risk management only used on selected projects.	Accepted policy for risk management. Benefits recognised & expected. Prepared to commit resources in order to reap gains.	Top-down commitment to risk management, with leadership by example. Proactive risk management encouraged & rewarded.
PROCESS	No formal processes.	No generic formal processes, although some specific formal methods may be in use. Process effectiveness depends heavily on the skills of the in-house risk team and availability of external support.	Generic processes applied to most projects. Formal processes, incorporated into quality system. Active allocation & management of risk budgets at all levels. Limited need for external support.	Risk-based business processes. "Total Risk Management" permeating entire business. Regular refreshing & updating of processes. Routine risk metrics with constant feedback for improvement.
EXPERIENCE	No understanding of risk principles or language.	Limited to individuals who may have had little or no formal training.	In-house core of expertise, formally trained in basic skills. Development of specific processes and tools.	All staff risk-aware & using basic skills. Learning from experience as part of the process. Regular external training to enhance skills.
APPLICATION	No structured application. No dedicated resources. No risk tools.	Inconsistent application. Variable availability of staff. Ad hoc collection of tools and methods.	Routine & consistent application to all projects. Committed resources. Integrated set of tools and methods.	Second-nature, applied to all activities. Risk-based reporting & decision-making. State-of-the-art tools and methods.

LIITE 2 ISO 31000:2009 –standardin kriteerit riskienhallinnan tason selvittämisessä

Riskien tunnistaminen ja arviointi				
Kulttuuri	Strategia ja riskienhallinta	Riskienhallinnan prosessi	Riskien käsittely	Riskiraportointi
Riskienhallintaprosessi on yhdistetty yhtiön yleiseen hallintotapaan, strategiaan ja suunnitteluun, johtamisen, raportointiprosesseihin, kulttuuriin, arvoihin ja toimintaperiaatteisiin (ISO 31000:2009, 2011, 6)	Riskienhallinta on osa strategisen suunnittelun prosesseja (ISO 31000:2009, 2011, 22)	Riskienhallinnan prosessit on dokumentoitu (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Riskien arviointi sisältää riskien tunnistamisen, riskianalyysin ja riskin merkityksen arvioinnin (ISO 31000:2009, 2011, 40)	Yhtiö on luonut sisäisen ja ulkoisen viestintän ja raportoinnin mallit riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)
1. Yhtiö on varmistanut riittävän osaamisen riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Yhtiön strategiseen suunnitelmaan on liitetty riskienhallintasuunnitelma (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Riskienhallintaprosessi koostuu seuraavista kohdista: Viestintä ja tiedonvaihto, toimintaympäristön määrittäminen, riskin arviointi, riskin käsittely sekä seuranta ja katselmointi (ISO 31000:2009, 2011, 34)	Kun riskienkäsittelyä vaivasta valitaan sopivina, niiden toteuttamisen vaatimia kustannuksia ja työmäärää tulee verrata saataviin hyötyihin. (ISO 31000:2009, 44)	Yhtiö on määritellyt henkilöt, jotka ovat vastuussa riskienhallinnan puiteiden kehittämisestä, toteuttamisesta ja ylläpidosta (ISO 31000:2009, 2011, 30)
2. Organisaation eri tasolla olevat päätoimitehtävät otetaan mukaan riskienhallintaan, jotta riskienhallinta pysyy tarkoituksenmukaisena ja ajantasaisena. (ISO 31000:2009, 24)	Yhtiön johto on määritellyt ja vahvistanut riskienhallintapolitiikan (ISO 31000:2009, 2011, 28. Yhtiön johto on varmistanut, että organisaatiokulttuuri ja riskienhallintapolitiikka ovat samaansuuntaisia (ISO 31000:2009, 2011, 28)	Yhtiö on määritellyt tarvittavat resurssit riskienhallintaprosessin jokaiseen vaiheeseen (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Yhtiö on laatinut ja toteuttanut riskienkäsittelysuunnitelman (ISO 31000:2009, 2011, 44)	Viestintä ulkoisten ja sisäisten sidosryhmien kanssa tulisi tapahtua kaikissa riskienhallinnan prosessin vaiheissa (ISO 31000:2009, 2011, 34)
3. Yhtiön johto pitää riskienhallintaa olennaisen tärkeänä organisaation tavoitteiden saavuttamisen kannalta (ISO 31000:2009, 2011, 50)	Johdon tulee määrittellä riskienhallinnan tavoitteet niin, että ne ovat samaansuuntaisia yhtiön tavoitteiden ja strategioiden kanssa (ISO 31000:2009, 2011, 28)	Yhtiö on määritellyt yhtiön eri tasolla olevien henkilöiden vastuut riskienhallintaprosessissa (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Riskin käsittely voi aiheuttaa seurauksia, joita täytyy arvioida, käsitellä, seurata ja käsitellä. Nämä pitää löytyä riskienkäsittelysuunnitelmasta. (ISO 31000:2009, 2011, 44)	Riskienkäsittelysuunnitelmasta (ISO 31000:2009, 2011, 48)
4. Riskienhallintaa pidetään yhtiön johtamisprosessien keskeisenä osana, joten riskejä tarkastellaan sillä tavalla, että mikä vaikutus epävarmuudella on tavoitteisiin (ISO 31000:2009, 2011, 50)	Riskienhallinnan tason arviointi on osa organisaation suorituskyvyn arviointia-- (ISO 31000:2009, 48)	Yhtiö varmistaa jatkuvasti, että riskienhallintaprosessi sovelletaan riskienhallintasuunnitelman mukaisesti (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Riskin käsittelyn jälkeen saatava jätää jäljempä riskiä. Päätöksentekijöiden ja muiden sidosryhmien tulee olla tietoisia jäännösriskin luonteesta ja laajuudesta. Jäännösriski on dokumentoitava. (ISO 31000:2009, 2011, 46)	Riskienkäsittelysuunnitelmasta (ISO 31000:2009, 2011, 30)
5. Yhtiö on luonut kannustimia riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Yhtiö on luonut kannustimia riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Yhtiö on luonut kannustimia riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Yhtiö on luonut kannustimia riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)	Yhtiö on luonut kannustimia riskienhallintaan (ISO 31000:2009, 2011, 30)

LIITE 3 Haastattelukysymykset pörssiyhtiöille

Alkukysymykset	1. Pyrkiikö yhtiönne noudattamaan kokonaisvaltaisen riskienhallinnan piirteitä riskienhallinnassaan?
	2. Käyttääkö yhtiönne riskienhallinnassa apuna ISO 31000:2009 standardia tai muita standardeja esim. COSO ERM?
	3. Kuinka kauan yhtiö on käyttänyt riskienhallinnassaan apuna näitä standardeja?
	4. Onko yhtiössänne oma riskienhallinnan toiminto vai, onko riskienhallinta esim. Taloushallinnon ja/tai lakiasioiden alla?
	5. Onko yhtiössänne nimetty riskienhallintajohtaja (Chief Risk Officer)?
Kulttuuri	6. Onko yhtiö yhdistänyt riskienhallintaprosessinsa toimintaperiaatteisiin, kulttuuriin ja arvoihin? Missä nämä piirteet tulevat esille?
	7. Pitääkö yrityksen johto riskienhallintaa olennaisena tärkeänä yhtiön tavoitteiden saavuttamisen kannalta? Mistä tämä tulee ilmi?
	8. Pidetäänkö riskienhallintaa yhtiössä keskeisenä johtamisprosessien osana? Miten tämä voisi näkyä? Miten päätöksissä hyödynnetään riskienhallinnan tuotoksia?
	9. Onko yhtiö varmistanut riittävän osaamisen riskienhallintaan? Miten riskienhallinta otetaan vastaan ja millainen on riskienhallintaosaaminen yhtiössä?
	10. Osallistuvatko päätöksentekijät yhtiön eri tasoilla riskienhallintaan? Miten tämä näkyy?
Strategia ja riskienhallinta	11. Kuuluuko yhtiön strategiseen suunnitteluun myös riskienhallinta? Kuinka riskienhallinnan tuotokset näkyvät strategisessa suunnittelussa? Kuinka paljon CRO osallistuu strategiseen suunnitteluun?
	12. Onko yhtiöllä riskienhallintasuunnitelma, mikä korreloi strategian kanssa?
	13. Onko yhtiön johto määritellyt ja vahvistanut riskienhallintapolitiikan? Jos on, mikä johto? Kuka omistaa riskienhallintapolitiikan?
	14. Onko yhtiön johto varmistanut, että organisaatiokulttuuri ja riskienhallintapolitiikka ovat samansuuntaisia? Jos on, mikä johto on kyseessä?
	15. Määrittelee johto riskienhallinnan tavoitteet? Jos, määrittelee, varmistaako se, että riskienhallinnan tavoitteet ovat samansuuntaisia yhtiön tavoitteiden ja strategioiden kanssa?

Riskienhallinnan prosessi	16. Onko yhtiö kuvannut/dokumentoinnut riskienhallinnan prosessin? Käytetäänkö esimerkiksi vuosikelloa?
	17. Voisitko pääkohdittain/ylätasottain kuvata yhtiön riskienhallinnan prosessin? (esim. Riskin arviointi, viestintä yms.)
	18. Onko yhtiöllä riittävät resurssit riskienhallintaan, jotta se pystyy toteuttamaan riskienhallintaprosessia?
	19. Onko jokaiseen prosessin vaiheeseen määritelty vastuuhenkilöt?
	20. Kuinka usein yhtiö varmistaa, että riskienhallinnan prosessia sovelletaan riskienhallintasuunnitelman mukaisesti (jos yhtiöllä on riskienhallintasuunnitelma)? Kuka tämän tarkistaa?
Riskien arviointi ja tunnistaminen	21. Mitä pääkohtia riskien arviointi sisältää yhtiössä? (riskien tunnistaminen, riskianalyysi ja riskien merkityksen arviointi)
	22. Ketkä kaikki yhtiössä osallistuvat riskien tunnistamiseen? Millä perusteella heidät on valittu?
	23. Tunnistaako yhtiö myös sellaisia riskejä, joiden lähde tai syy ei ole yhtiön hallinnassa?
	24. Tunnistettaessa riskejä, otetaanko huomioon aina myös mahdolliset riskin seurannaisvaikutukset ja kumulatiiviset vaikutukset? Kuinka pitkälle analysointia viedään?
	25. Kulkeeko tieto mahdollisista riskeistä yhtiössä alhaalta ylös ja ylhäältä alas?
Riskien käsittely	26. Onko yhtiö määritellyt kaikille riskeille omistajat, joilla on vastuu riskien hallinnasta ja valtuudet siihen? Miten nämä henkilöt ja riskit valitaan. Esim. Top 30 riskiä?
	27. Valittaessa riskienkäsittelytapaa, ottaako yhtiö aina huomioon toteuttamisen vaatimat kustannukset ja työmäärän suhteessa saataviin hyötyihin, vai millä tavalla sopiva riskienkäsittelytapa valitaan?
	28. Onko yhtiö laatinut riskienkäsittelysuunnitelman? Jos on, kuinka usein tätä päivitetään?
	29. Riskien käsittelyn jälkeen jäljelle saattaa jäädä jäännösriskiä. Ovatko päätöksentekijät ja sidosryhmät tietoisia tästä jäännösriskistä ja dokumentoidaanko kyseinen riski?
	30. Riskien käsittely voi aiheuttaa seurausriskejä. Ottaako yhtiö nämä riskit huomioon riskienkäsittelysuunnitelmassa?
Riskiraportointi	31. Onko yhtiöllä käytössä sisäisen ja ulkoisen viestinnän ja raportoinnin mallit riskienhallintaan?
	32. Kuinka usein yhtiö raportoi riskeistä sisäisesti?

Kehitys	33. Kuinka usein yhtiö raportoi riskeistä ulkoisesti?
	34. Raportoiko yhtiö siitä, kuinka hyvin riskienhallintapolitiikkaa noudatetaan?
	35. Onko keskustelu riskeistä avointa yhtiön kokouksissa ja tehdäänkö näistä tallenteita?
	36. Kuinka usein yhtiö kehittää riskienhallinnan puitteita, riskienhallintapolitiikkaa ja -suunnitelmia? Muutetaanko riskienhallintapolitiikkaa esimerkiksi vuosittain?
	37. Onko yhtiössä määritelty henkilöt, jotka ovat vastuussa riskienhallinnan puitteiden kehittämisestä, toteuttamisesta ja ylläpidosta?
	38. Määritelläänkö yhtiön perehdyttämisohjelmissa työntekijöille riskienhallinnan roolit ja vastuut? Näkyykö tämä esimerkiksi riskienhallintapolitiikassa?
	39. Kuinka paljon riskeistä vastuullisille henkilöille on annettu aikaa ja koulutusta roolinsa täyttämiseen? Onko heille annettu lisäksi riittävät valtuudet ja resurssit roolinsa täyttämiseen?
	40. Onko riskienhallintaan luotu kannustimia? Ei pelkästään johdolle.

LIITE 4 Haastattelukysymykset sijoittajille

Alkukysymykset	1. Kertoisitko nimesi, ikäsi, koulutustaustasi ja ammattisi?
	2. Kuinka kauan olet toiminut salkunhoitajana/analyytikkona?
	3. Minkä toimialan yrityksiä olet analysoinut?
Yrityksen arvomääritys	4. Mitä arvonnäilymenetelmiä käytät arvioidessasi yrityksen arvoa (DCF, P/E, EBITDA yms.)?
	5. Voisitko kuvata ylätasoinnain millaisten yrityksen vuosikertomuksen tietojen perusteella analysoit yrityksen arvoa (tärkeimmät kvantitatiiviset ja kvalitatiiviset tekijät)?
	6. Millä näistä mainitsemistasi kohdista on tyypillisesti eniten painoarvoa yrityksen arvon määräytymiseen?
	7. Miten otat arvioinnissa huomioon esimerkiksi yrityksen brändin, vastuullisuuden (sustainability), compliance, internal audit yms. muut pehmeät arvot?
	8. Voitteko asettaa tärkeysjärjestykseen arvonnäilymenetelmien kannalta seuraavat osa-alueet vuosikertomuksesta ja tilinpäätöksestä: tase, tuloslaskelma, hallinnointiperiaatteet, riskit ja riskienhallinta, yritysvastuu, ympäristö ja henkilöstö
	9. Arvioidessanne yrityksen arvoa, missä otetta huomioon kohdeyrityksen riskillisyyden? (esim. diskonttorokossa)
	9. Luetteko suomalaisten pörssiyritysten tuottamia riskienhallintainformaatioita vuosikertomuksista/osavuositarkastuksista/internetistä? Miten tällä informaatiolla on merkitystä arvioidessanne yrityksen arvoa?
	10. Kuinka luotettavina pidätte suomalaisten pörssiyritysten riskienhallintaosioihin kirjoitettuja asioita ja ilmoitettuja toimenpiteitä? Miten seuraatte ilmoitettujen toimenpiteiden toteutumista?
Riskienhallinnan informaatio	11. Kuinka usein tarvitsisitte riskienhallinnan tuottamaa informaatiota kohdeyrityksen riskeistä ja riskienhallinnasta?
	12. Oletteko huomanneet eroja Suomalaisten pörssiyritysten riskienhallinnan informaation määrässä ja laadussa?
	13. Koetteko, että Suomalaisten pörssiyritysten riskienhallinnan informaatio vertailukelpoista keskenään?
	13. Annoin ennakkoon silmäiltäväksi kolmen yrityksen riskienhallinnan osuudet vuosikertomuksista. Millä näistä yrityksistä oli arvonnäilymenetelmien kannalta eniten relevanteinta tietoa?
Esimateriaali	

Riskienhallinnan informaation sisällölliset tekijät	14. Minkä osion (suurimmat riskit, taloudelliset riskit yms.) koitte merkittävämpänä ja miksi?
	15. Koittekko jonkin tiedon olevan turhaa arvonmäärityksen kannalta? Miksi?
	16. Olisiko jokin osa-alue tarvinnut enemmän avaamista?
	16. Riskit luokitellaan usein strategisiin, operatiivisiin, vahinko- ja taloudellisiin/rahoitusriskeihin. Mikä näistä kategorioista on arvonmäärityksen kannalta kaikkein relevantein ja miksi?
	17. Mistä kategoriasta haluaisitte saada enemmän tietoa yrityksen itsensä tuottamana?
	18. Selvitätkö itse yhtiöön kohdistuvia makroekonomisia riskejä (poliittiset, sosiokulttuuriset, globaalit ja demografiset riskit) vai luotatteko yrityksen itse tuottamaan informaatioon?
	19. Miten hyödynnätte tietoa yrityksen top 10 riskeistä?
	20. Tarvitsetteko tietoa yrityksen uhkien (riskien) lisäksi myös mahdollisuuksista?
Riskienhallinnan järjestäminen	21. Millä tavalla otatte analyysissänne huomioon, jos yritys kertoo riskinottohalukkuudestaan? Kuinka merkittävä tämä tieto on teille?
	22. Miten otatte analyysissänne huomioon, jos yritys kertoo riskinkantokyvystään?
	23. Oletteko huomanneet eroja suomalaisten pörssiyhtiöiden riskienhallintamenettelyissä tai toiminnan laadussa?
	24. Miten hyödynnätte tietoa siitä, että yritys harjoittaa kokonaisvaltaista riskienhallintaa (Enterprise Risk Management) toiminnassaan?
	25. Jos pörssiyhtiö on ilmoittanut tekevänsä aktiivista kokonaisvaltaista riskienhallintaa, koetko että tämä antaa lisäarvoa yritykselle esimerkiksi volatiileilla markkinoilla tai jos yritys on suuren muutosprosessin edessä?
	26. Koetko, että laadukas ERM vähentää yrityksen arvonkehityksen downsideä? Miksi?